RISICOMANAGEMENT VAN DE STAATSSCHULD

Evaluatie van het beleid 2012-2015

19 JUNI 2015

Inhoudsopgave

1 Managementsamenvatting

1.1 Introductie tot het beleidsterrein

Deze beleidsdoorlichting heeft betrekking op artikel 11, financiering staatsschuld, van begrotingshoofdstuk IX, Financiën en Nationale Schuld. De laatste evaluatie vond plaats in 2011. De voorliggende doorlichting evalueert wederom alle relevante beleidsonderdelen. Hoewel het huidige beleidskader loopt tot 1 januari 2016 verwijst het merendeel van de analyses naar de periode 2012-2014, omdat alleen over deze jaren volledige cijfers beschikbaar zijn.

De algemene doelstelling van artikel 11 luidt: 'Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting'. Het in de doelstelling genoemde 'risico voor de begroting' refereert aan de mate waarin de kosten van jaar tot jaar fluctueren. Deze algemene doelstelling is in lijn met de richtlijnen van het IMF en de Wereldbank.

De volgende aspecten uit de internationale richtlijnen zijn de meest relevante bij de invulling van de algemene doelstelling:

1. Afweging van kosten tegen risico's;
2. Risicoreductie, waarbij renterisico het belangrijkste risico is;
3. Transparantie;
4. Afrekenbaarheid;
5. Uitvoering van stresstesten;
6. Cash management;
7. Diversificatie van de schuldportefeuille;
8. Voorspelbare uitgifte;
9. Robuuste secundaire markt.

De belangrijkste componenten van het beleid omtrent de schuldfinanciering zijn het renterisicobeleid en het financieringsbeleid. Uitspraken over de doeltreffendheid en doelmatigheid van dit beleidsterrein worden hierna gedaan op twee niveaus: de formulering van het beleidskader en de invulling hiervan. Uitgangspunten hierbij zijn de hiervoor genoemde richtlijnen van IMF en Wereldbank en de vragen zoals vastgelegd in de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek (RPE)[1].

De volgende, aan de RPE ontleende, vragen komen in deze beleidsdoorlichting aan de orde:

- Zijn de doelen van het beleid gerealiseerd?
- Hoe doeltreffend is het beleid geweest en zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?
- Hoe doelmatig is het beleid geweest?
- In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn, circa 20% minder middelen op het beleidsartikel, welke beleidsopties zijn dan mogelijk?
- Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?

Het renterisicokader legt vast hoe het belangrijkste risico voor de begroting, het renterisico, op zowel korte als lange termijn wordt beheerst. De kern van het huidige kader bestaat sinds 2008 en is gebaseerd op het volgen van een benchmark. Uit gesprekken met tien andere westerse landen blijkt dat de meeste landen één of meerdere benchmarks of targets gebruiken om hun risico te beheersen.

Het Agentschap werkt sinds 2008 met een 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark. Een benchmark is een objectieve maatstaf waaraan de prestaties van de schuldmanager kunnen worden afgemeten. Een gecentreerde portefeuille is een portefeuille waarin voortdurend een lening met dezelfde looptijd en dezelfde omvang wordt uitgegeven. Kenmerk van de gecentreerde

[1] Staatscourant 2014 nr. 27142.

benchmarkportefeuille is dat deze in theorie een optimale afruil tussen kosten en risico vertegenwoordigt. De risicomaatstaf is hierbij het maximale bedrag waarvoor de rente opnieuw moet worden vastgesteld in enig jaar.

In de praktijk geeft het Agentschap nadrukkelijk niet iedere dag een 7-jaars lening uit, omdat een dergelijke strategie om verschillende redenen niet uitvoerbaar is. Het Agentschap geeft schuldpapier uit met looptijden vanaf drie maanden tot meer dan dertig jaar. De belangrijkste uitgangspunten in het financieringsbeleid zijn consistentie, transparantie en verhandelbaarheid van het uitgegeven schuldpapier. Het resultaat van de financieringskeuzes leidt tot een specifiek aflosprofiel, dat sterk afwijkt van de benchmark. Door de inzet van renteswaps wordt dit bijgestuurd in de richting van het renterisicoprofiel van de benchmark.

Sinds 2012 is het mogelijk om onder voorwaarden af te wijken van de benchmarkportefeuille. In dat geval wordt een lening uitgegeven, zonder dat daarbij renteswaps worden afgesloten om ervoor te zorgen dat het renterisico wordt bijgestuurd tot dat van de benchmark. In de overweging speelde mee dat het voor langere tijd vastleggen van relatief lage rentes bevorderlijk was voor de stabiliteit van de rentelasten en de budgettaire zekerheid op langere termijn. Afwijken is alleen toegestaan als dit niet leidt tot meer risico voor de begroting en dus de looptijd van de schuldportefeuille verlengt. Daarnaast moet het inpasbaar zijn binnen de begroting en dus niet tot budgettaire tegenvallers leiden op korte termijn. Tot slot moet er een reële kans zijn dat het renteverlies dat in eerste instantie wordt gelopen door te verlengen, in latere jaren weer wordt goedgemaakt.

1.2 Resultaten

De periode 2012-2014 kenmerkte zich door een combinatie van verder oplopende schulden en dalende rentes. Zowel korte als lange rentes kwamen terecht op historisch zeer lage niveaus. De jaarlijkse rentebetalingen in 2014, inclusief inkomsten uit renteswaps, zijn met ruim 12% gedaald ten opzichte van 2012. In 2014 waren deze betalingen € 8,4 miljard, ofwel 1,3% BBP.

Voor een nadere analyse van de resultaten is het nodig om de ontwikkeling van de feitelijke rentekosten af te zetten tegen de ontwikkeling van de rentekosten in de benchmark, rekening houdend met de genomen risico's. De belangrijkste uitkomsten in termen van risico's en kosten worden ieder jaar verantwoord in het jaarverslag.

De kosten ten opzichte van de benchmark worden berekend op basis van totale kosten, bestaande uit het gerealiseerde en het ongerealiseerde resultaat. De gerealiseerde resultaten zijn de feitelijke rentekosten ten opzichte van de benchmark in individuele begrotingsjaren. Het ongerealiseerde resultaat geeft weer wat de implicaties zijn voor de toekomstige rentekosten als de huidige renteniveaus gehandhaafd blijven.

Ten aanzien van het risicoprofiel, de mate waarin de begroting in afzonderlijke jaren blootstaat aan renterisico's, is de conclusie dat de benchmark doeltreffend is benaderd. Verschillen tussen de benchmark en de feitelijke portefeuille, schuld plus renteswaps, zijn vooral het resultaat van bewuste afwijkingen die zijn ontstaan door lange leningen niet terug te swappen. Deze afwijkingen hebben geleid tot lagere toekomstige risico's dan in de benchmarkportefeuille het geval is. Door uitsluitend verlenging toe te staan is per definitie meer budgettaire zekerheid gerealiseerd. Bij 88% van alle uitgiften langer dan 10 jaar in de periode 2012-2014 is besloten om af te wijken van de benchmark. Bij 12% van deze uitgiften is beoordeeld dat de kans op financieel voordeel in de toekomst door af te wijken van de benchmark te klein is. Door juist met lange leningen af te wijken, is met een relatief kleine nominale omvang, namelijk €20 miljard op een schuld van ruim € 350 miljard, een relatief grote verlenging van de gemiddelde looptijd van de portefeuille gerealiseerd, namelijk van ongeveer 3,5 naar 4,5 jaar.

In termen van gerealiseerde kosten is de uitvoering van beleid doeltreffend geweest. Het cumulatieve gerealiseerde resultaat, de rentekosten, van de feitelijke portefeuille over de periode 2012-2014 is € 5 miljoen. Dit betekent dat er een minimale positieve afwijking is geweest van de benchmark. Het gerealiseerde resultaat was € 425 miljoen lager (en daarmee de rentekosten hoger) door de afwijkingen van de benchmark. Het negatieve resultaat als gevolg van de afwijkingen is een direct gevolg van het feit dat de uitgifterendementen van de betreffende leningen hoger waren dan de op dat moment geldende 7-jaars rentes. Hierdoor zal over de eerste 7 jaar een hogere rente worden betaald.

De benchmark wordt minder doeltreffend benaderd in termen van totale kosten, waarbij zowel het gerealiseerde als het ongerealiseerde resultaat worden beschouwd. Het totale resultaat van de feitelijke portefeuille ten opzichte van de benchmark is € 5,0 miljard negatief, gemeten over de periode 2008-2014. Ongeveer driekwart van dit resultaat wordt verklaard door de afwijkingen. Het resultaat hiervan wordt vooral gedreven door de dalende rentes in de afgelopen jaren. Als besloten was om de renteswaps wel af te sluiten, zouden deze door de lagere rentes een positieve marktwaarde hebben gekregen. Het niet afsluiten leidt in dat geval tot een negatief resultaat ten opzichte van de benchmark. Als de rentes blijven staan op het niveau van eind 2014 zijn de misgelopen rentebaten uit renteswaps jaarlijks circa €200 miljoen voor de resterende looptijd van de betreffende leningen. Hier staat tegenover dat in de toekomst minder renterisico wordt gelopen, wat de budgettaire zekerheid bevordert. Immers, de rente zal niet meer iedere 7 jaar opnieuw worden vastgesteld, maar voor 20 of 30 jaar vaststaan. Als de 7-jaars rente over de resterende looptijd na de eerste 7 jaar gemiddeld hoger uitkomt dan 2,7%, leiden de afwijkingen niet alleen tot lagere risico's, maar ook tot lagere kosten voor de begroting. De wijze waarop invulling is gegeven aan de mogelijkheid tot afwijken past bij de doelstelling van zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico. Zonder afwijkingen was het resultaat uitgekomen op € 1,3 miljard negatief. Dit resultaat is vooral te verklaren door de verschillen tussen de staatscurve en de swapcurve. De staatscurve is bepalend is voor de rentekosten in de benchmark, terwijl de swapcurve bepalend is voor de feitelijke rentekosten van de swapstrategie.

1.3 Renterisicobeleid

Bij de opzet van het renterisicobeleid is gestreefd aan te sluiten bij de relevante aspecten uit de IMF en Wereldbank richtlijnen: afweging van kosten tegen risico's, risicoreductie, transparantie, afrekenbaarheid en uitvoering van stresstesten. Aan de hand van deze aspecten is geanalyseerd in hoeverre het renterisicobeleid in opzet doeltreffend en doelmatig is geweest. Het aspect uitvoering van stresstesten komt aan de orde bij het aspect risicoreductie.

Afweging van kosten tegen risico's

Zowel de benchmark als de afwijkingen zijn beide afzonderlijk doeltreffend in de zin dat zij expliciete afwegingen van kosten tegen risico's kennen die hebben bijgedragen aan het doel van zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting. Het besluit om de 7-jaars benchmark vanaf 2012 te continueren was gebaseerd op een analyse die liet zien dat op basis van de toenmalige begrotingsprojecties en marktomstandigheden verkorten van de gemiddelde looptijd van de schuld relatief veel additioneel risico zou betekenen. Omgekeerd zou verlengen, op basis van de toen geldende rentecurve, relatief hoge additionele kosten met zich meebrengen.

In 2011 is besloten om de mogelijkheid te bieden onder voorwaarden af te wijken van de benchmark. Deze beleidswijziging werd ingegeven door de historisch gezien lage rente en daarmee de asymmetrie over de mogelijke richting waarin de rente zich zou kunnen ontwikkelen. De gestelde voorwaarden vormen een afweging van kosten tegen risico's. Zij beperken namelijk de additionele kosten die nodig zijn om bij te dragen aan lagere renterisico's en meer budgettaire zekerheid op langere termijn.

De afwegingen van kosten tegen risico's van de benchmark en die van de afwijkingen zijn verschillend van aard, wat ten koste is gegaan van de coherentie van het beleid. Daarmee is de benchmark een minder goede stuurvariabele geworden en dus ook minder geschikt om de prestaties van de schuldmanager aan af te meten. Dit komt bijvoorbeeld tot uiting in het uiteenlopen van de 3,5 jaar gemiddelde looptijd van de benchmark en de 4,5 jaar gemiddelde looptijd van de feitelijke portefeuille eind 2014. Daarnaast is de benchmark voor vier jaar vastgesteld en is na 2011 niet aangepast aan de veranderende omstandigheden, terwijl de beslissing om af te wijken steeds wordt genomen op het moment waarop lange leningen worden uitgegeven.

Risicoreductie

Gegeven de preferentie om bij nieuwe leningen de rente telkens voor 7 jaar vast te zetten, minimaliseert de benchmark in theorie het renterisico en is daarmee een doelmatig instrument om het renterisico te beheersen. Dit is eerder aangetoond in de evaluatie van 2007[2].

In de evaluatie van 2011 is een uitgebreide analyse gedaan om na te gaan wat de effecten zouden zijn op de rentekosten van een grote rentestijging en een oplopend begrotingstekort. Er werd geconcludeerd dat het renterisicokader slechts beperkte bescherming biedt tegen schokken in het begrotingssaldo en extreme structurele renteschokken. Wel werd aangetoond dat de 7-jaars gecentreerde portefeuille voldoende bescherming zou bieden om tijdelijke kleinere schokken in de rente op te vangen.

In praktijk wordt de benchmark zoveel mogelijk benaderd door een combinatie van schulduitgifte en renteswaps. Deze strategie kent een aantal inherente inefficiënties die zorgen voor afwijkingen van het theoretische optimum. Daarnaast is de doelmatigheid de afgelopen jaren afgenomen door een combinatie van (rente)ontwikkelingen in de financiële markten en de effecten van regelgeving. Het is onzeker hoe deze factoren zich in de toekomst zullen ontwikkelen.

De introductie van de mogelijkheid om van de benchmark af te wijken kan bijdragen aan budgettaire zekerheid voor een langere periode dan de 7-jaars horizon van de benchmark. Hiermee worden toekomstige fluctuaties in de rentekosten doeltreffend beheerst. De voorwaarde dat afwijkingen inpasbaar moeten zijn in de begroting voorkomt dat verlenging leidt tot ongewenste budgettaire tegenvallers op korte termijn.

De opzet van het renterisicobeleid houdt geen rekening met andere risico's dan het renterisico zoals tegenpartijrisico, liquiditeitrisico, en operationele risico's. Deze risico's worden nu separaat beheerst, min of meer los van de beheersing van het renterisico. Hierdoor is het soms niet eenduidig hoe diverse risico's zich in samenhang verhouden.

Transparantie

Het Agentschap is transparant over de benchmark en de afwijkingen daarvan. Eerder is in de evaluatie van 2011 al geconcludeerd dat de benchmark heeft bijgedragen aan meer transparantie over het renterisicobeleid. De benchmark geeft vooraf aan wat het Agentschap als uitvoerder van het staatsschuldbeleid gaat doen. Verder zijn de voorwaarden waaraan afwijkingen moeten voldoen vooraf vastgelegd. Wel verminderen de afwijkingen de transparantie vooraf, omdat op voorhand niet duidelijk is welke leningen wel en niet teruggeswapt zullen gaan worden.

De benchmark draagt ook bij aan meer transparantie achteraf. Over de resultaten ten opzichte van de benchmark en de effecten van afwijkingen wordt gerapporteerd in het jaarverslag. Kanttekening hierbij is dat de rapportage over de resultaten lastig is te begrijpen voor de lezer die niet goed ingewijd is in de materie. Een verklaring van verschillen tussen de werkelijke portefeuille en de

[2] Zie kst-31273-1-b1 "Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011".

benchmark is vaak technisch en complex. Deze complexiteit wordt versterkt door de introductie van de afwijkingen.

Afrekenbaarheid

De benchmark draagt bij aan de afrekenbaarheid. Voor het relevante deel van de uitvoering is de benchmark een goede en objectieve maatstaf waar de schuldmanager op kan worden afgerekend. Waar relevant heeft de benchmark ook effectief gewerkt als stuurvariabele, omdat deze precies voorschrijft hoe de schuldmanager te werk moet gaan. Daarbij wordt niet alleen verantwoord op basis van gerealiseerde rentekosten, die in begroting zijn opgenomen, maar ook in "total cost"-termen, waarin ook de ongerealiseerde rentekosten worden meegenomen. De afrekenbaarheid wordt verminderd doordat ontwikkelingen buiten de invloedssfeer van de schuldmanager, zoals wijzigingen in het verschil tussen de staatscurve en de swapcurve, een sterke invloed hebben gekregen op de resultaten die worden geboekt ten opzichte van de benchmark.

1.4 Invulling benchmark

De benchmark geeft een theoretisch optimale afruil tussen kosten en risico weer. Met het gebruik van renteswaps benadert het Agentschap de benchmark zo goed mogelijk. Daarmee is het beleid grotendeels doeltreffend en doelmatig geweest. Om de verschillende redenen die hierna worden toegelicht, treden er verschillende neveneffecten op tussen het theoretische optimum en de praktijk. Deze neveneffecten zijn in de jaren 2012-2014 beheersbaar gebleken, maar zijn te groot om te negeren.

Het eerste neveneffect is het ontstaan van *indirect* risico. Om het kredietrisico ten aanzien van partijen waarmee het Agentschap renteswaps afsluit af te dekken, ontvangt het Agentschap onderpand. Indien een partij niet aan haar verplichtingen kan voldoen, worden deze renteswaps beëindigd. Uitgangspunt is dat deze renteswaps zo snel mogelijk opnieuw worden afgesloten met een andere partij. In de praktijk zal dit enige tijd duren. In die tijd fluctueert de rente en loopt het Agentschap renterisico. Dit risico is de afgelopen jaren toegenomen door de toename van de omvang van de swapportefeuille, de verminderde kredietwaardigheid van tegenpartijen, een afname van het aantal kredietwaardige tegenpartijen en de lagere liquiditeit van de swapmarkt.

Het tweede neveneffect is dat de swapportefeuille interfereert met het financieringsbeleid, terwijl juist de veronderstelling is dat met renteswaps het renterisicobeleid kan worden losgekoppeld van het financieringsbeleid. De rente is de afgelopen jaren sterk gedaald waardoor de swapportefeuille een positieve waarde kent. Tegenpartijen zijn verplicht om bij het Agentschap onderpand te storten. Veelal storten tegenpartijen dit in "cash", wat de financieringsbehoefte van het Agentschap vermindert. Doordat het onderpand sinds 2011 sterk is toegenomen, tot ruim € 20 miljard ultimo 2014, is de totale geldmarktfinanciering, waar onderpand onderdeel van uitmaakt, opgelopen. Hierdoor zijn er minder mogelijkheden om schuld uit te geven in reguliere geldmarktinstrumenten, hetgeen nadelig is voor de liquiditeit van die instrumenten. Verder bemoeilijkt de grote variabiliteit van het onderpand het dagelijkse cash management.

Het derde belangrijke neveneffect ontstaat doordat de benchmark gebaseerd is op de staatsrente en de invulling van de benchmark grotendeels gebaseerd is op de swaprente. De rente op renteswaps fluctueert ten opzichte van de rente op staatsleningen, qua ordegrootte tienden van een procent, en is zowel positief als negatief geweest. Dit bepaalt een groot deel van het resultaat.

Door de oplopende schuld en de introductie van de benchmark in 2008 is het aantal transacties van het Agentschap met financiële marktpartijen sterk toegenomen. Een deel van deze transacties betreft renteswaps en de uitwisseling over en weer van onderpand. In het algemeen vergroot dit operationele risico's en stelt het daarmee andere eisen aan de organisatie. Het daadwerkelijk

optreden van een operationele fout in 2011 heeft er mede toe geleid dat het Agentschap een project uitvoert om de beheersing van operationele risico's te verbeteren[3].

Tot slot tellen rentestromen uit hoofde van renteswaps sinds september 2014 niet meer mee in het EMU saldo. Door deze boekhoudkundige wijziging dragen renteswaps niet meer bij aan beheersing van het renterisico ten aanzien van het EMU *saldo*. Overigens onderkende het renterisicobeleid uit 2011 dit niet als separate doelstelling, omdat destijds het economische renterisico en het boekhoudkundige renterisico samenvielen. Ook na de boekhoudkundige wijziging van september 2014 blijven renteswaps nog steeds nuttig om bijvoorbeeld het economische renterisico dat neerslaat in de *schuld* te beheersen.

1.5 Financieringsbeleid

Het financieringsbeleid schrijft voor dat zowel financiering wordt aangetrokken op de geldmarkt met looptijden tot 1 jaar, als staatsleningen worden uitgegeven op de kapitaalmarkt met looptijden vanaf 3 jaar tot ruim 30 jaar. Het financieringsplan wordt ieder jaar vastgesteld. Hierbij worden meerjarig dezelfde uitgangspunten gehanteerd, namelijk consistentie, transparantie en verhandelbaarheid. Het financieringsbeleid is in lijn met de hiervoor relevante aspecten uit de richtlijnen van IMF en Wereldbank, te weten: voorspelbare uitgifte, transparantie, robuuste secundaire markt, diversificatie van de schuldportefeuille, risicoreductie en cash management. Deze aspecten dragen bij aan lagere financieringskosten van de staat. Het aspect cash management komt aan de orde bij het aspect risicoreductie.

Voorspelbare uitgifte

Consistentie is één van de uitgangspunten van het financieringsbeleid. Meerjarig is er een consistente lijn in de uitgifte van staatsleningen. Het Agentschap voert daarbij het gecommuniceerde beleid nauwgezet uit. Het Agentschap is daarmee voorspelbaar in het financieringsbeleid. Tegelijkertijd beperkt de huidige invulling van de uitgangspunten die het Agentschap hanteert de flexibiliteit om in te kunnen spelen op ontwikkelingen in de markt en in de overheidsfinanciën. Flexibiliteit wordt met name gevonden op de geldmarkt en in veel mindere mate op de kapitaalmarkt.

Transparantie

Transparantie is één van de uitgangspunten van het financieringsbeleid. Het Agentschap kondigt vooraf aan hoeveel van welke looptijd het komende jaar zal worden uitgegeven. Vervolgens komt de uitgifte overeen met de aankondiging. Nederland kent een hoge mate van transparantie. Dit komt de betrouwbaarheid van de Nederlandse staat als schulduitgever ten goede. Uit contacten met investeerders blijkt dat beleggers de werkwijzen van het Agentschap als transparant ervaren. Kenmerken zijn de uitgebreide informatie op de website, de diverse regelmatige publicaties en de voorspelbaarheid van het beleid.

Robuuste secundaire markt

Verhandelbaarheid is één van de uitgangspunten van het financieringsbeleid. Het Agentschap stimuleert daarom een robuuste markt. Het Agentschap zorgt voor een hoge mate van liquiditeit in de uitgegeven instrumenten zodat Nederlandse staatsschuld aantrekkelijk is voor nationale en internationale investeerders.

[3] Zie de brief van 21 februari 2014, kst-33750-IX-15.

Diversificatie van de schuldportefeuille

Het Agentschap voorziet in de behoefte van een brede groep investeerders. Het Agentschap geeft daarvoor staatsleningen met verschillende looptijden uit. Hiermee worden verschillende soorten investeerders bediend. Verder wordt in beperkte mate leningen uitgegeven in andere valuta's dan de euro.

Risicoreductie

Gegeven de beperkte flexibiliteit die het huidige financieringsbeleid biedt op de kapitaalmarkt, is het van relatief groot belang om een goed functionerende geldmarkt te onderhouden. In opzet wordt het liquiditeits- of herfinancieringsrisico, het risico dat er op een bepaald moment geen marktfinanciering beschikbaar is of slechts tegen hoge kosten, doeltreffend gereguleerd via de geldmarkt. Het financieringsbeleid gaat uit van een minimumgrootte van de geldmarkt om vooral het liquiditeitsrisico te beheersen. Tegelijkertijd wordt voorkomen dat de geldmarkt te groot wordt om het herfinancieringsrisico te beheersen. Verder is de geldmarkt binnen het financieringsbeleid de buffer om adequaat cash management mogelijk te maken. Zoals in paragraaf 1.4 aangegeven wordt de uitvoering van het financieringsbeleid bemoeilijkt door de omvang en fluctuatie van het onderpand.

Het kredietrisico wordt doeltreffend beheerst. Er gelden limieten ten aanzien van uitzettingen van tijdelijk overtollige middelen als onderdeel van het cash management waaraan het Agentschap zich houdt. Verder wordt het herfinancieringsrisico beheerst. Bij de uitgifte van staatsleningen wordt er rekening mee gehouden dat pieken in het aflossingsprofiel worden beperkt. Valutarisico's die volgen uit uitgifte in vreemde valuta's worden afgedekt.

1.6 Eindconclusies en aanbevelingen

De vragen uit paragraaf 1.1 zijn in beknopte vorm als volgt te beantwoorden.

Zijn de doelen van het beleid gerealiseerd?

Het hoofddoel van het beleid, namelijk 'Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting', wordt in grote lijnen gerealiseerd.

Hoe doeltreffend is het beleid geweest en zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?

Het beleid is in opzet doeltreffend. Het voldoet grotendeels aan de aspecten die staan in internationaal geaccepteerde richtlijnen van IMF en Wereldbank. Het Agentschap voert het eigen beleid nauwgezet en doeltreffend uit. Negatieve neveneffecten van de invulling van het beleid zijn: een gebrek aan flexibiliteit in het financieringsbeleid; de gevolgen van het verschil tussen de staatsrente en de swaprente; additionele risico's en kosten anders dan het renterisico en de rentekosten. Deze laatste zijn het gevolg van de omvangrijke swapportefeuille.

Hoe doelmatig is het beleid geweest?

Het renterisicobeleid is in opzet doelmatig. Over de periode 2012-2014 is het afsluiten van renteswaps als onderdeel van de invulling van het renterisicobeleid in het begin wel doelmatig geweest, maar is naderhand minder doelmatig geworden voornamelijk vanwege verschillende ontwikkelingen in de rentes voor staatsleningen en rentes voor renteswaps.

Dat de afwijkingen van de benchmark resulteren in een hoger kostenniveau in de eerste 7 jaar, is een bewuste keuze. Hier staat tegenover dat er meer budgettaire zekerheid is op een termijn langer dan 7 jaar en dat er een reële kans is dat de initieel hogere kosten in latere jaren worden terugverdiend.

Het financieringsbeleid draagt in opzet en invulling daarvan bij aan lagere financieringskosten voor de staat.

In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn, circa 20% minder middelen op het beleidsartikel, welke beleidsopties zijn dan mogelijk?

De omvang van de schuld en renteontwikkelingen zijn exogene variabelen voor het schuldbeheer. Schuldmanagement richt zich op minimalisatie van de kosten onder een acceptabel risico voor de begroting. Kostenbesparingen zijn daarbij alleen mogelijk door korter te financieren. In dat geval wordt de randvoorwaarde van acceptabel risico losgelaten.

Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?

Het is aan te bevelen maatregelen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen op te nemen in het nieuwe beleid omtrent de schuldfinanciering:

- Definieer eenduidige risico- en kostenmaatstaven waarmee de schuldportefeuille als geheel, dat wil zeggen inclusief verlengingen, kan worden beoordeeld, waarmee over de resultaten ten opzichte van deze maatstaven helder kan worden gerapporteerd en waarop kan worden gestuurd;
- Verminder de schaal waarop gebruik wordt gemaakt van renteswaps gezien de negatieve neveneffecten. Het ligt dan voor de hand de huidige benchmark los te laten, omdat deze te ver komt af te staan van in de praktijk realiseerbare portefeuilles. Overigens blijft het doeltreffend egaliseren van het renterisicoprofiel ook in een nieuw kader wenselijk;
- Analyseer in hoeverre verdere verlenging van de looptijd van de portefeuille wenselijk is gezien de historisch gezien lage rente en de vlakke rentecurve;
- Voer nader onderzoek uit of en in hoeverre meer flexibiliteit op de kapitaalmarkt wenselijk en mogelijk is, zonder afbreuk te doen aan de voorspelbaarheid, omdat een volledige ontkoppeling van het renterisicobeleid en het financieringsbeleid moeilijk is te continueren;
- Evalueer tussentijds het nieuwe beleid omtrent de schuldfinanciering, in het bijzonder het vermogen te kunnen inspelen op veranderende omstandigheden.

2 Introductie tot het beleidsterrein

Deze beleidsdoorlichting heeft betrekking op geheel Artikel 11 van begrotingshoofdstuk IX, dat gaat over de financiering van de staatsschuld. Een beleidsdoorlichting is een onderzoek naar de doeltreffendheid en doelmatigheid van het gevoerde beleid. Het beleid ten aanzien van de financiering van de staatsschuld wordt ongeveer eens in de vier jaar geëvalueerd. In 2011 heeft de laatste evaluatie plaatsgevonden.[4] Deze evaluatie is naar de Tweede Kamer gestuurd en in een Algemeen Overleg met de minister van Financiën besproken. De beleidsdoorlichting die nu voorligt evalueert wederom alle relevante onderdelen. Hoewel het huidige beleidskader loopt tot 1 januari 2016 verwijst het merendeel van de analyses naar de periode 2012-2014, omdat alleen voor deze jaren volledige cijfers beschikbaar zijn.

De algemene doelstelling van Artikel 11 luidt: 'Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting'. Het in de doelstelling genoemde 'risico voor de begroting' refereert aan de mate waarin de rentekosten van de staat van jaar tot jaar fluctueren. De verantwoordelijkheid van de rijksoverheid voor de financiering van de staatsschuld volgt uit de Comptabiliteitswet 2001. De minister van Financiën is eindverantwoordelijk voor de uitvoering van de schuldfinanciering. In de praktijk vervult het Agentschap van de Generale Thesaurie deze rol voor de minister door het financieringsbeleid en het renterisicobeleid vorm te geven en uit te voeren. Met deze algemene doelstelling sluit Nederland aan bij de internationaal geaccepteerde uitgangspunten voor schuldmanagement, zoals door het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Wereldbank verwoord in de *'Revised Guidelines for Public Debt Management': '… to ensure that the government's financing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk'*.[5] Ook de meeste andere landen verwoorden hun doelstelling ten aanzien van schuldmanagement op een soortgelijke manier.

Bij de invulling van de algemene doelstelling zijn de volgende aspecten van belang:

1. Afweging van kosten tegen risico's
   Iedere schuldmanager dient een afweging te maken tussen kosten enerzijds en risico's anderzijds. Hogere kosten kunnen acceptabel zijn als dit de risico's meer dan evenredig vermindert.

2. Risicoreductie
   De voornaamste risico's die de richtlijnen onderkennen zijn: renterisico, herfinancieringrisico, liquiditeitsrisico, kredietrisico, valutarisico, settlementrisico en operationeel risico. Hiervan behoort het renterisico tot de belangrijkste risico's. Deze beleidsdoorlichting richt zich voornamelijk op het renterisico voor de Nederlandse begroting, maar gaat ook in op andere risico's.

3. Transparantie
   Een schuldmanager dient transparant te zijn om twee redenen. Ten eerste verhoogt transparantie de effectiviteit van beleid, met name als de toezeggingen en beloftes aan marktpartijen worden waargemaakt. Ten tweede verhoogt transparantie de mate van afrekenbaarheid.

4. Afrekenbaarheid
   Een hoge mate van afrekenbaarheid draagt bij aan de controleerbaarheid en aan de perceptie van betrouwbaarheid van een schuldmanager.

---

[4] Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2008-2011 & beleid 2012-2015, kst-33000-IXA nr. 5.
[5] IMF Policy Paper 'Revised Guidelines for Public Debt Management', prepared by staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, March 2014; http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040114.pdf

5. Uitvoering van stresstesten
   Om te bepalen hoe de bovenstaande risico's rondom schuldmanagement zich ontwikkelen, is het voor een schuldmanager belangrijk om regelmatig stresstesten uit te voeren met betrekking tot economische en financiële schokken voor de overheidsfinanciën.

6. Cash management
   De schuldmanager zorgt voor een dusdanige financiering dat de rijksoverheid kan voldoen aan zijn verplichtingen wanneer deze dienen te worden voldaan.

7. Diversificatie van de schuldportefeuille
   Een scala aan schuldinstrumenten biedt aan verschillende type investeerders de mogelijkheid de kans om in Nederlands schuldpapier te investeren. Hiermee creëert een schuldmanager een brede investeerderbasis.

8. Voorspelbare uitgifte
   Door voorspelbaar te handelen worden investeerders niet voor verrassingen geplaatst. Voorspelbaar handelen draagt dus in potentie bij aan verhoogde interesse en vraag vanuit beleggers.

9. Robuuste secundaire markt
   Het onderhouden van een robuuste secundaire markt draagt bij aan het vertrouwen van marktpartijen. Deze partijen hebben immers baat bij de mogelijkheid om te allen tijde schuldinstrumenten te kunnen aan- en verkopen. Goede verhandelbaarheid van schuldpapier is dan ook van groot belang.

De belangrijkste componenten van het beleid omtrent de schuldfinanciering zijn het renterisicobeleid en het financieringsbeleid. Uitspraken over de doeltreffendheid en doelmatigheid van dit beleidsterrein worden hierna gedaan op twee niveaus: de formulering van het beleidskader en de invulling van dit beleidskader. Uitgangspunten hierbij zijn de hiervoor genoemde richtlijnen van IMF en Wereldbank en de vragen die ontleend zijn aan de Regeling Periodiek Evaluatieonderzoek (RPE).

Vragen die ontleend zijn aan de RPE, en hierbij aan de orde komen, zijn:

- Zijn de doelen van het beleid gerealiseerd?
- Hoe doeltreffend is het beleid geweest en zijn er positieve en/of negatieve neveneffecten?
- Hoe doelmatig is het beleid geweest?
- In het geval dat er significant minder middelen beschikbaar zijn, circa 20% minder middelen op het beleidsartikel, welke beleidsopties zijn dan mogelijk?
- Welke maatregelen kunnen worden genomen om de doelmatigheid en doeltreffendheid verder te verhogen?

2.1 Leeswijzer

In deze beleidsevaluatie wordt het gevoerde beleid waar mogelijk getoetst aan de bovenstaande richtlijnen. Het vervolg van deze beleidsdoorlichting is als volgt gestructureerd. In dit hoofdstuk wordt het huidige beleidskader toegelicht. Hoofdstuk 3 beschrijft de resultaten van het gevoerde beleid. Hoofdstuk 4 evalueert de opzet van het renterisicobeleid. In dit gedeelte worden de zogenoemde 7-jaars gecentreerde benchmark voor de staatsschuldfinanciering en de mogelijkheid hierop af te wijken, toegelicht. Hoofdstuk 5 evalueert de benadering van de 7-jaars benchmark. Dit hoofdstuk gaat daarbij in op het swapbeleid van de Nederlandse staat. Hoofdstuk 6 evalueert de invulling van het financieringsbeleid, dat wil zeggen het beleid rondom schulduitgifte. De bijlagen bevatten een begrippenlijst en het oordeel van de externe deskundigen.

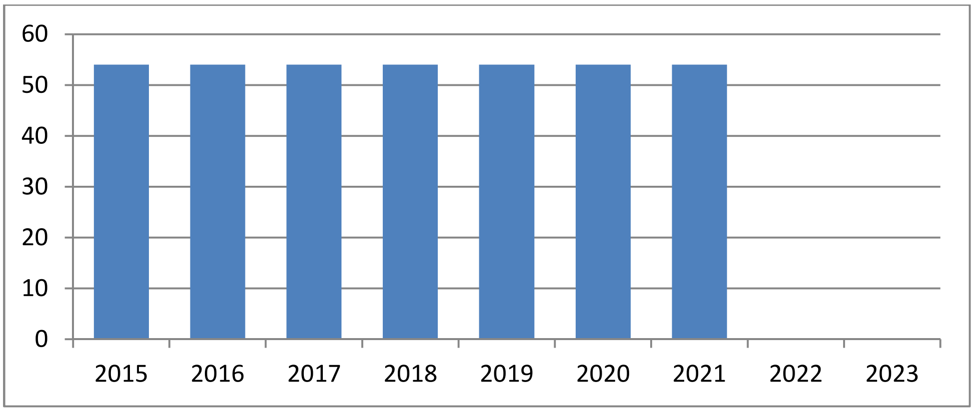
2.2 Huidige beleidskader

Het doel van het beleid is om de staatsschuld te financieren tegen zo laag mogelijke rentekosten met een acceptabel risico voor de begroting. De afruil tussen kosten en risico wordt geadresseerd in het renterisicokader. Een risicokader bestaat uit beleidsregels die bepalen binnen welke grenzen van kosten en risico de schuldfinanciering moet opereren. Welke mate van risico is aanvaardbaar, en welke kosten staan daar tegenover?

Het Agentschap werkt sinds 2008 met een 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark. Een benchmark is een objectieve maatstaf waaraan de prestaties van de schuldmanager kunnen worden afgemeten. Een gecentreerde portefeuille is een portefeuille waarin voortdurend een lening met dezelfde looptijd en dezelfde omvang wordt uitgegeven. Kenmerk van de gecentreerde benchmarkportefeuille is dat deze in theorie een optimale afruil tussen kosten en risico vertegenwoordigt: voor een gegeven risiconiveau bestaat er geen portefeuille met lagere kosten. Of, voor een gegeven kostenniveau bestaat er geen portefeuille met een lager risico[6]. Risicomaatstaf is hierbij het maximale bedrag waarvoor de rente opnieuw moet worden vastgesteld in enig jaar.

In de benchmark wordt dagelijks een klein stukje 7-jaars schuld uitgegeven[7] waarover de 7-jaars Nederlandse staatsrente wordt betaald die op de dag van uitgifte geldt. De schuld in de benchmark heeft hierdoor een heel constant aflosprofiel: in ieder van zeven opeenvolgende jaren vervalt één zevende deel van de totale staatsschuld. Zie figuur 1.[8]

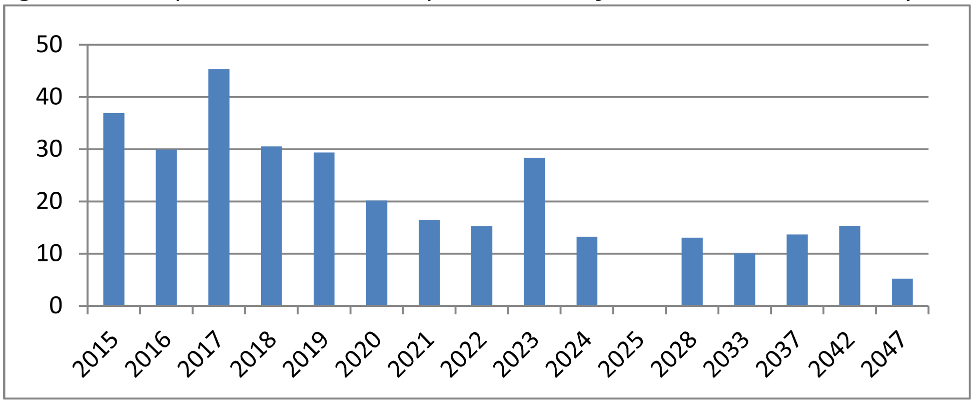
Figuur 1: Gecentreerde 7-jaars portefeuille (ultimo 2014) kent een gelijk aflosprofiel (in € mld.)



Het risicoprofiel van een portefeuille geeft weer in welk jaar over welk deel van de portefeuille, schuld en eventueel swaps, de rente opnieuw vastgesteld moet worden. Voor een portefeuille die alleen uit leningen bestaat is het risicoprofiel gelijk aan het aflosprofiel. In de praktijk geeft het Agentschap nadrukkelijk niet iedere dag een 7-jaars lening uit. Hoewel dit zou leiden tot een efficiënt risicoprofiel, namelijk dat van de benchmark, is een dergelijke strategie om verschillende redenen niet optimaal vanuit het perspectief van het financieringsbeleid, dat in hoofdstuk 6 aan de orde komt. Het Agentschap geeft schuldpapier uit met verschillende looptijden, vanaf drie maanden tot en met een looptijd van meer dan dertig jaar. Ook de verdeling van de financiering over het jaar wijkt af van de benchmark: uitgifte vindt niet dagelijks plaats, maar op reguliere momenten in het jaar die ruim van te voren worden aangekondigd. De belangrijkste uitgangspunten zijn in dit kader consistentie, transparantie en verhandelbaarheid van het uitgegeven schuldpapier. Het resultaat van de financieringskeuzes uit het verleden leidt tot een specifiek aflosprofiel, dat sterk afwijkt van de benchmark. Zie figuur 2.

[6] Voor een onderbouwing, zie de evaluatie uit 2007: kst-31273-1-b1 "Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2003-2007 & beleid 2008-2011".
[7] In feite geeft de benchmark op 250 dagen per jaar een 7-jaars lening uit.
[8] Aannemende dat het begrotingssaldo nul is.

Figuur 2: Aflosprofiel van de schuldportefeuille wijkt af van de benchmark (ultimo 2014, in € mld.)



Binnen het financieringsbeleid wordt bepaald in welke looptijden schuldpapier wordt uitgegeven en op welk moment, waarbij geen rekening gehouden hoeft te worden met het renterisicoprofiel van de benchmark. In beginsel kan door het afsluiten van renteswaps[9] vanuit een bepaald aflosprofiel elk gewenst renterisicoprofiel worden bereikt. Eerst worden bij uitgifte zogeheten receiverswaps afgesloten. Met deze receiverswaps wordt de vaste rente van de uitgegeven lening geruild tegen een variabele rente. Vervolgens worden bijna dagelijks zogeheten payerswaps afgesloten met een looptijd van 7 jaar. Met deze payerswaps wordt feitelijk de variabele rente van de receiverswaps omgezet naar een 7-jaars vaste rente. Het aflosprofiel van de schuldportefeuille uit figuur 2 kan met renteswaps worden bijgestuurd tot het risicoprofiel van de 7-jaars gecentreerde portefeuille die de benchmark voorschrijft. Zo maakt het gebruik van renteswaps het mogelijk om renterisicobeleid en financieringsbeleid los te koppelen en kunnen beide beleidsterreinen onafhankelijk van elkaar worden geoptimaliseerd.

Sinds 2012 is het mogelijk om af te wijken van de benchmarkportefeuille. Het doel hiervan is om bij te dragen aan budgettaire zekerheid op de langere termijn. Aanleiding hiervoor waren de in 2011 geldende marktomstandigheden en de budgettaire vooruitzichten, met meer dan gemiddelde onzekerheden.

Voor afwijkingen gelden de volgende voorwaarden:

- afwijkingen mogen niet leiden tot meer risico voor de begroting;
- afwijkingen moeten inpasbaar zijn binnen de begroting;
- er is een reële kans op financieel voordeel op lange termijn.

De eerste voorwaarde betekent in de praktijk verlengen: het vastzetten van de rente voor een langere termijn. De tweede voorwaarde betekent dat de hogere kosten die gepaard gaan met verlengen, zijn begrensd door de geraamde rentekosten.

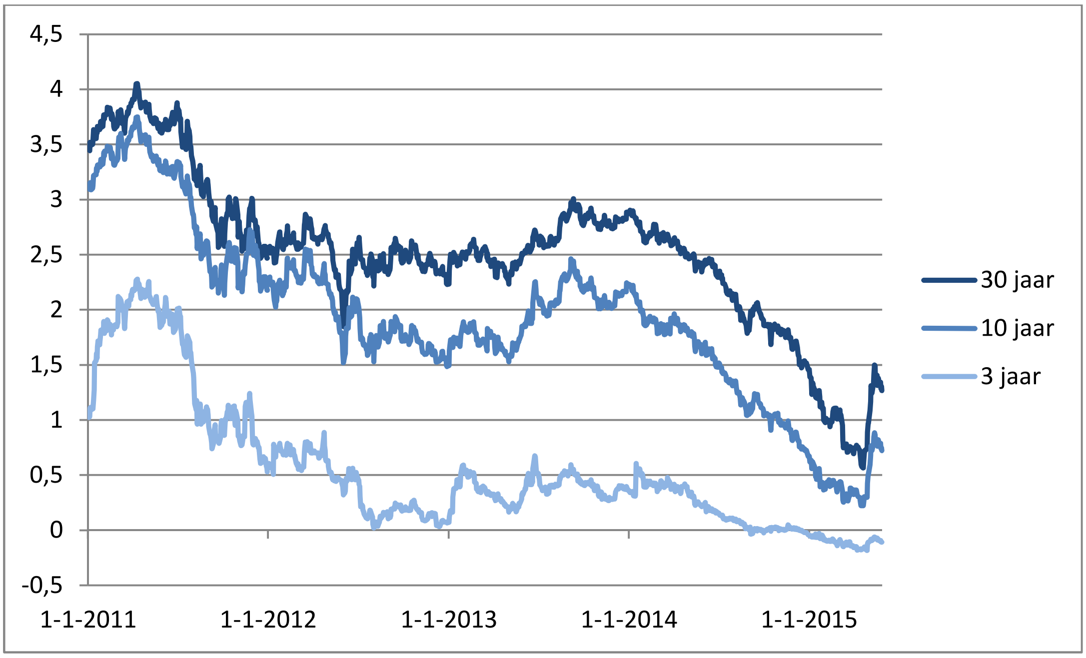
Voor het beoordelen of wordt voldaan aan de derde voorwaarde, is er een maatstaf, de zogeheten *break-even yield*. Kort gezegd wordt bij leningen langer dan 10 jaar beoordeeld of de rente die in de resterende looptijd na de eerste 7 jaar nodig is om de extra kosten in de eerste 7 jaar terug te verdienen onder de 3% blijft[10]. Hierdoor zullen afwijkingen alleen worden toegepast bij een renteniveau dat historisch gezien laag is vanuit de perceptie dat mogelijke renteveranderingen asymmetrisch zijn: een rentedaling is gemaximeerd tot niveaus iets onder 0% en een rentestijging is niet gemaximeerd. Of in praktijk de hogere rente in eerste 7 jaar zal worden terugverdiend in latere jaren, kan pas bepaald worden nadat de relevante leningen zijn afgelost.

[9] Een swap is een financieel product waarbij een partij een bepaalde kasstroom of risico wisselt tegen dat van een andere partij. Deze twee componenten worden ook wel de "poten" (legs) van de transactie genoemd. De uitdrukking is afkomstig van het Engelse werkwoord "to swap" (ruilen, omwisselen). Swaps zijn derivaten, dat wil zeggen dat ze afgeleide producten zijn (in dit geval afgeleid van leningen). De renteswap wordt in het algemeen gebruikt om renterisico's te beheersen of af te dekken, of om een gewenste rentepositie in te nemen.
[10] Deze maatstaf wordt onder andere toegelicht in het jaarverslag over 2012, www.rijksbegroting.nl.

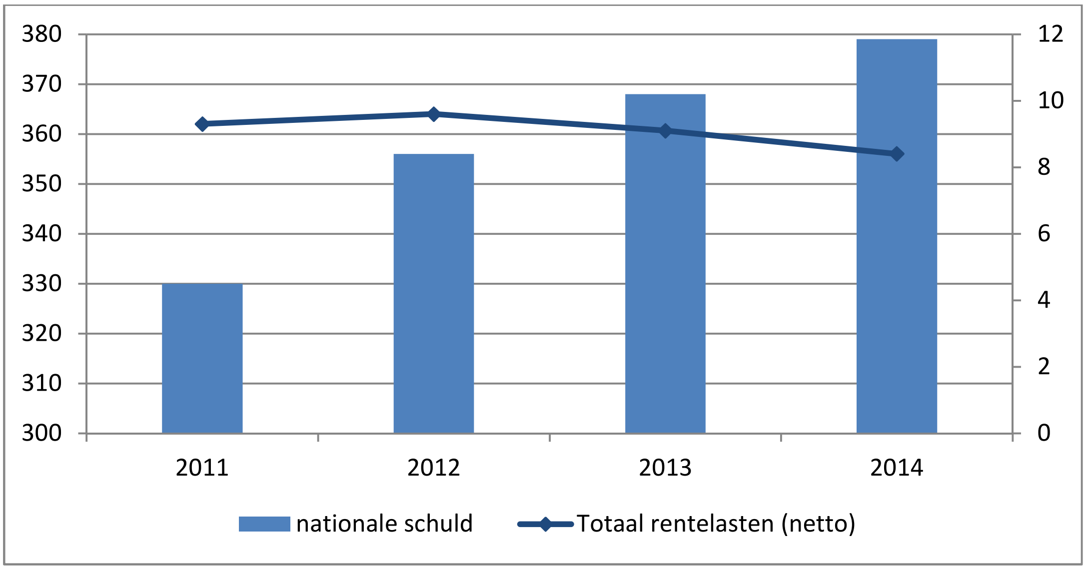
3 Resultaten schuldfinanciering

De periode 2012-2014 kenmerkte zich door een combinatie van verder oplopende schulden en dalende rentes. Zowel korte als lange rentes zijn gedaald naar historisch gezien zeer lage niveaus. Zie figuur 3. In 2015 gaf de Nederlandse staat voor het eerst in de geschiedenis zelfs staatsobligaties uit tegen een negatief rendement. Per saldo zijn de jaarlijkse rentebetalingen inclusief inkomsten uit swaps met 12% gedaald van € 9,6 miljard naar € 8,4 miljard, ofwel 1,3% van het BBP. Zie figuur 4.

Figuur 3: Dalende Nederlandse kapitaalmarktrentes (in %)



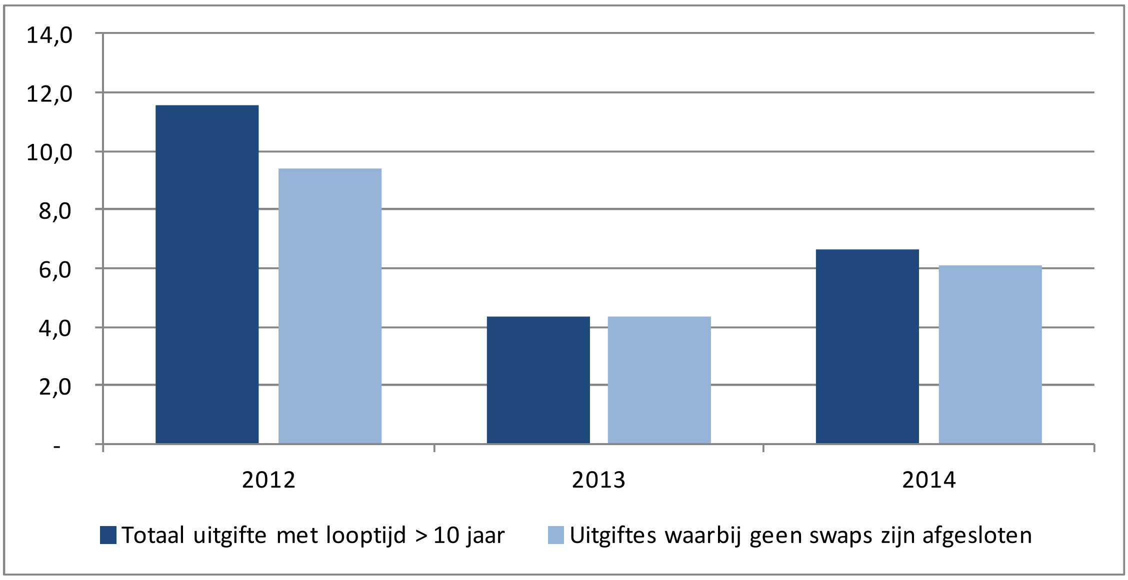
Figuur 4: Toenemende schuld (linkeras), dalende rentelasten (rechteras) (in € mld.)



De resultaten van de schulduitgifte in combinatie met renteswaps worden verantwoord in het jaarverslag en slotwet van het ministerie van Financiën. In dit hoofdstuk worden de belangrijkste resultaten voor de periode 2012-2014 besproken, waarbij eerst de risico's en vervolgens de kosten aan bod komen.[11] Voor een uitgebreide toelichting wordt verwezen naar de jaarverslagen.[12]

In de periode van 2012-2014 is elf keer gebruik gemaakt van de mogelijkheid om af te wijken bij uitgifte van leningen langer dan 10 jaar; vijf keer in 2012, drie keer in 2013 en drie keer in 2014. In totaal is er voor € 19,8 miljard in leningen met een resterende looptijd van meer dan 10 jaar uitgegeven zonder deze terug te swappen naar het risicoprofiel van de 7-jaars benchmark. Zie figuur 5. Dit is 88% van de € 22,5 miljard aan leningen met een looptijd langer dan 10 jaar die in deze periode is uitgegeven. Alleen in 2012 en 2014 zijn lange uitgiftes wel teruggeswapt in respectievelijk het 2033- segment (€ 2,2 miljard) en het 2037-segment (€ 0,5 miljard), in totaal 12% van de lange uitgifte in de periode 2012-2014. In deze gevallen was de break-even yield hoger dan 3%.

Figuur 5: Bij grootste deel uitgiftes in het lange segment geen swaps afgesloten (x € mld.)

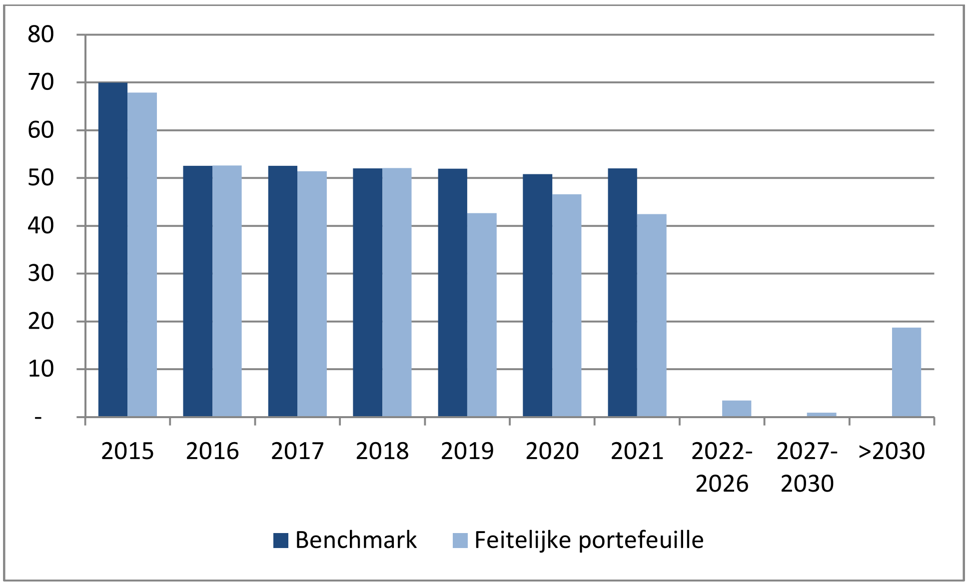


3.1 Risico ten opzichte van de benchmark

In hoeverre het risico van schuldfinanciering en swaps gelijk is aan het risico van de benchmark wordt zichtbaar met behulp van het zogenoemde risicoprofiel. Dit laat zien welk deel van de portefeuille, schuld en swaps, in welk jaar gevoelig is voor een verandering in de rente. De risicoprofielen van de benchmark en de werkelijke portefeuille per ultimo 2014 komen in grote lijnen overeen, maar laten ook enkele duidelijke verschillen zien. Zie figuur 6.

[11] De evaluatie vind plaats op basis van de jaren waarvoor (volledige) cijfers bekend zijn, hoewel het huidige risicokader formeel loopt tot 1 januari 2016.
[12] Jaarverslagen worden gepubliceerd op www.rijksbegroting.nl.

Figuur 6: Risicoprofielen benchmark en feitelijke portefeuille in grote lijnen gelijk (ultimo 2014, in € mld.)



De verschillen in de risicoprofielen hangen voor het grootste deel samen met de afwijkingen van de oorspronkelijke benchmark waarvoor sinds 2012 is gekozen.[13] Als gevolg hiervan is in de jaren 2012 tot en met 2014 de rente van een aantal lange kapitaalmarktleningen niet teruggeswapt naar de 7-jaars rente. Dit verplaatst het renterisico naar de jaren waarin deze leningen afgelost worden. Het gaat hierbij om de jaren 2028 (€ 0,9 miljard), 2033 (€ 7,8 miljard), 2037 (€ 1,2 miljard), 2042 (€ 4,7 miljard) en 2047 (€ 5,2 miljard). Deze afwijkingen komen in het risicoprofiel van de feitelijke portefeuille per 1 januari 2015 tot uiting in de jaren waarin de lange leningen aflossen en in de jaren 2019, 2020 en 2021; dit zijn de drie jaren waarin minder renterisico wordt gelopen omdat renterisico is verplaatst naar de jaren waarin de lange leningen aflossen. Het gaat in deze jaren om respectievelijk € 9,4 miljard, € 4,3 miljard en € 6,1 miljard.

Vergelijking van de risicoprofielen van de benchmark en de werkelijke portefeuille is een prima risicomaatstaf wanneer er geen afwijkingen zijn, zoals in de periode van 2008-2011. Deze risicomaatstaf is minder geschikt voor het beoordelen van afwijkingen. De effecten van afwijkingen in het risico zijn wel zichtbaar in termen van bijvoorbeeld de gewogen gemiddelde resterende looptijd van de portefeuille. Door juist met lange leningen af te wijken, is met een relatief kleine nominale omvang, namelijk € 20 miljard op een schuld van ruim € 350 miljard, een relatief grote verlenging van de portefeuille gerealiseerd. De gemiddelde looptijd van de portefeuille is toegenomen met circa 1 jaar, van ongeveer 3,5 naar 4,5 jaar.

3.2 Gerealiseerde kosten ten opzichte van de benchmark

Uit de vorige paragraaf blijkt dat de risicoprofielen van de benchmark en de gecombineerde schuld- en swapportefeuille niet aan elkaar gelijk zijn. Dit leidt eveneens tot verschillen in rentekosten. Ook bij gelijke risicoprofielen zouden de kosten van de benchmark, fictieve 7-jaars leningen, en de feitelijke portefeuille, schulduitgifte en renteswaps, niet per definitie gelijk zijn aan elkaar. Dit kan verschillende oorzaken hebben. De belangrijkste hiervan ligt in het feit dat de Nederlandse schuld en renteswaps niet gebaseerd zijn op dezelfde rentecurve. De Nederlandse schuld wordt uitgegeven tegen de Nederlandse staatsrente. Deze rentecurve wordt ook gebruikt voor het bepalen van de 7-jaars rente in de benchmark. De renteswaps kennen een eigen rentecurve.

[13] Zie bijvoorbeeld jaarverslag 2013, p165-166, voor een verdere toelichting op de verschillen.

Hoewel beide rentecurves grote gelijkenis tonen en normaal gesproken dezelfde kant op bewegen, verschillen het niveau en de omvang van de beweging in praktijk.[14]

De gerealiseerde resultaten worden verantwoord in het Jaarverslag Financiën en Nationale Schuld. Deze zijn positief als de kosten van de werkelijke portefeuille lager zijn dan in de benchmark en negatief als deze hoger zijn dan in de benchmark. Het totale resultaat bestaat uit drie onderdelen: de 'normale' schuldportefeuille, de afwijkingen van de benchmark en de zogeheten ABN AMRO-portefeuille[15] die ongeveer 1% van de totale staatsschuld omvat. De ABN AMRO-portefeuille is de portefeuille die is ontstaan bij de overname van ABN AMRO door de staat en die bestaat uit leningen aan ABN AMRO en de financiering daarvan. Voor het deel van de schuld dat betrekking heeft op ABN AMRO is in het verleden een aparte vorm van schuldmanagement opgezet.[16] De resultaten voor de periode 2012-2014 worden vooral gedreven door de 'normale' schuldportefeuille en de afwijkingen van de benchmark. In het vervolg van dit hoofdstuk zal de nadruk liggen op deze twee onderdelen.

Het cumulatieve resultaat over de periode 2012-2014 van de feitelijke portefeuille ten opzichte van de benchmark bedroeg € 5 miljoen. Zie figuur 7. Dit betekent dat de totale feitelijke rentekosten over deze periode nagenoeg exact hetzelfde waren als de kosten onder de 7-jaars benchmark. Onder dit kleine maar positieve getal gaan grote verschillen en bewegingen schuil.

De schuldportefeuille exclusief afwijkingen laat over de genoemde periode een veel sterker positief resultaat zien, € 481 miljoen (figuur 7). De verschillen in de afzonderlijke jaren worden in belangrijke mate verklaard door de eerder genoemde verschillen tussen de staatscurve en de swapcurve. In 2012 en 2013 is het verschil tussen de staatscurve en de swapcurve, de zogenoemde staat-swap spread, toegenomen. Dit betekent dat de swapcurve sterker is gedaald of minder is gestegen dan de staatscurve. De toenames in de spread verklaren grotendeels de positieve gerealiseerde resultaten ten opzichte van de benchmark in 2012 en 2013.[17] In 2014 is de spread afgenomen, wat de negatieve resultaten in dat jaar verklaart: bij sterk dalende curves ging de staatscurve sterker omlaag. In hoofdstuk 5 wordt nader op de effecten van deze bewegingen ingegaan.

De afwijkingen van de benchmark laten voor alle drie de jaren een toenemend negatief gerealiseerd resultaat zien. Cumulatief is er door het afwijken in de periode 2012-2014 € 425 miljoen aan rentebaten misgelopen. De negatieve waardes zijn een direct gevolg van het feit dat, op het moment van uitgifte, de lange rente (bijvoorbeeld de 30-jaars rente) hoger is dan de 7-jaars rente. Dit betekent dat in ieder geval over de eerste 7 jaar van de looptijd van een lening er een hogere rente betaald zal worden. Dit is inherent aan de keuze om af te wijken: door nu een iets hogere rente te betalen wordt risicoreductie 'gekocht', terwijl het tegelijkertijd aannemelijk is dat over de gehele looptijd van de betreffende leningen rentelasten bespaard worden. De toenemende omvang wordt vooral verklaard doordat in de loop van de tijd de omvang van de cumulatieve afwijkingen is toegenomen.

[14] Zie hoofdstuk 5 voor een verdere toelichting op dit punt en de overige verschillen tussen de theoretische benchmark en de praktische benadering hiervan door renteswaps.
[15] Bij de schuldportefeuille kan ook nog een onderscheid worden gemaakt tussen de startportefeuille (alle transacties voor 2008) en de hoofdportefeuille (alle transacties sinds 1-1-2008). De resultaten worden voornamelijk beïnvloed door de hoofdportefeuille en daarom wordt hier geen onderscheid gemaakt tussen beide portefeuilles.
[16] Het betreft hier een zogeheten *Asset & Liability Management* (ALM)-benadering, waarbij bezittingen en de hier tegenover staande leningen integraal beheerd worden.
[17] Hierbij gaat het niet zozeer om de ontwikkeling van de gemiddelde staat-swap spread, maar om de beweging op bepaalde punten.

Figuur 7: Gerealiseerde resultaten ten opzichte van de benchmark licht positief

(2012-2014, in € mln.)

	2012	2013	2014	2012-2014
Schuldportefeuille (excl. afwijkingen)	588	82	-189	481
Afwijkingen	-80	-143	-202	-425
ABN AMRO	-20	-13	-18	-51
Totaal	**488**	**-74**	**-409**	**5**

3.3 Totale kosten ten opzichte van de benchmark

Hoewel alleen de gerealiseerde kosten relevant zijn voor de jaarlijkse begroting, geeft de kostenberekening op basis van de "total cost"-methode het meest volledige beeld van de resultaten ten opzichte van de benchmark. Bij de totale kosten wat gekeken naar zowel de gerealiseerde als de ongerealiseerde resultaten. In de feitelijke portefeuille en de benchmark zullen de momenten waarop schuld aflost en herfinanciering plaatsvindt verschillend zijn; bij de berekening van de totale kosten wordt daar rekening mee gehouden. Door het contant maken van alle aangegane verplichtingen worden veranderingen in de marktwaarde bepaald en toegerekend aan de totale kosten. Het resultaat ten opzichte van de benchmark wordt bepaald door het verschil in totale kosten tussen de feitelijke portefeuille en die van de benchmark.

Het cumulatieve resultaat ten opzichte van de benchmark is in de jaren 2012-2014 negatief. Dit wordt voor het grootste deel verklaard door afwijkingen van de benchmark. Zie figuur 8. Dit resultaat is een direct gevolg van de dalende rentes in deze jaren, waardoor het effectieve rendement op de leningen waarvoor geen swaps zijn afgesloten op dit moment lager ligt dan het rendement waartegen ze zijn afgesloten. Zonder afwijking waren bij deze leningen swaps afgesloten die bij dalende rentes een positieve marktwaarde hadden laten zien.[18] Bij gelijkblijvende renteniveaus zullen de afwijkingen voor de resterende looptijd van de lange leningen leiden tot misgelopen rentebaten uit swaps van circa € 200 miljoen per jaar. Het is echter goed mogelijk dat de afwijkingen op termijn niet alleen tot lagere risico's, maar ook tot lagere kosten zullen leiden. Voor de leningen waarbij tot nu toe is afgeweken geldt dat lagere kosten worden betaald over de gehele looptijd als de gemiddelde 7-jaars rente in de resterende looptijd na de eerste 7 jaar minstens 2,7% zal bedragen. Of dit ook daadwerkelijk zo zal zijn kan echter pas bepaald worden op het moment dat deze leningen zijn afgelost.

Voor het overige wordt het negatieve totale resultaat met name verklaard door de veranderingen die staatscurve en swapcurve hebben laten zien. Ook hier geldt dat de relatief kleine, maar positieve resultaten in 2012 en 2013 teniet zijn gedaan door de sterk negatieve resultaten in 2014. De effecten van veranderingen in rentecurves en renteverschillen (spreads) zijn bij de totale kosten groter dan bij de gerealiseerde kosten, omdat in de totale kosten de verwachte kosten voor de gehele resterende looptijd worden verdisconteerd. Gedetailleerdere informatie is te vinden in de jaarverslagen Financiën en Nationale Schuld.

[18] Het gaat in praktijk om twee swaps die in combinatie de rente omzetten van een, zeg, 30-jaars rente naar een 7-jaars rente. De twee swaps laten bij een gegeven rentebeweging een tegenovergestelde ontwikkeling van hun marktwaarde zien. Hierbij domineert het effect van de lange (receiver)swap; de waarde van deze swap neemt toe bij een dalende rente.

Figuur 8: Afwijkingen benchmark verklaren grootste deel resultaat totale kosten

(2012-2014, in € mld.)

	2012	2013	2014	2012-2014
Schuldportefeuille (excl. afwijkingen)	0,4	0,3	-2,0	-1,3
Afwijkingen	-0,4	0,8	-4,1	-3,7
ABN AMRO	0,1	0,1	0,1	0,3
Totaal	**0,1**	**1,2**	**-6,1**	**-4,7**

Als gevolg van afronding in miljarden kan de som der delen afwijken van het totaal

3.4 Conclusie

Ten aanzien van het risicoprofiel, de mate waarin de begroting in afzonderlijke jaren blootstaat aan renterisico's, is de conclusie dat de benchmark doeltreffend wordt benaderd. Verschillen tussen de benchmark en de feitelijke portefeuille zijn vooral het resultaat van bewuste afwijkingen die zijn ontstaan door het niet-terugswappen van lange leningen. Als gevolg hiervan is de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille met circa 1 jaar opgelopen tot ongeveer 4,5 jaar eind 2014. Door de portefeuille te verlengen wordt per definitie de budgettaire zekerheid op langere termijn vergroot.

Ook in kostentermen is de uitvoering van beleid doeltreffend geweest. Het cumulatieve gerealiseerde resultaat van de feitelijke portefeuille over de periode 2012-2014 is € 5 miljoen. Dit betekent dat er een minimale positieve afwijking is geweest van de benchmark. Het gerealiseerde resultaat was € 425 miljoen hoger uitgevallen als in deze periode geen afwijkingen van de benchmark hadden plaatsgevonden. Het doel van afwijken is geweest om bewust een wat hogere rente te betalen en daarmee bij te dragen aan budgettaire zekerheid op de langere termijn.

De benchmark wordt minder doeltreffend benaderd in termen van totale kosten, waarbij niet alleen het gerealiseerde, maar ook het ongerealiseerde resultaat wordt beschouwd. Het ongerealiseerde resultaat geeft weer wat de implicaties zijn voor de toekomstige kosten als de huidige renteniveaus gelijk blijven. Het totale resultaat van de feitelijke portefeuille is € 5,0 miljard negatief geweest.

Ongeveer driekwart van dit resultaat wordt verklaard door het effect van de afwijkingen. Het resultaat hiervan wordt vooral gedreven door de dalende rentes in de afgelopen jaren. Bij gelijkblijvende renteniveaus als per ultimo 2014 bedragen de hogere kosten als gevolg van afwijkingen circa € 200 miljoen op jaarbasis. Dit laat onverlet dat er een reële kans is dat over de gehele looptijd van de betreffende leningen bezien de kosten lager zullen zijn dan zonder afwijkingen het geval zou zijn geweest. Dit is het geval wanneer de 7-jaars rente over de resterende looptijd na de eerste 7 jaar op zijn minst 2,7% zal bedragen. Daarnaast betekenen de afwijkingen uiteraard dat in de toekomst minder renterisico wordt gelopen, wat de budgettaire zekerheid bevordert. De wijze waarop invulling is gegeven aan de mogelijkheid tot afwijken past bij de doelstelling van zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico.

Zonder afwijkingen was het resultaat uitgekomen op € 1,3 miljard negatief. Dit resultaat is vooral het gevolg van verschillen tussen de bewegingen van de staatscurve, die bepalend is voor de resultaten van de benchmark, en de swapcurve, die bepalend is voor de resultaten van de gekozen methode om de benchmark te benaderen.

4 Renterisicobeleid

Dit hoofdstuk beantwoordt de vraag in hoeverre het renterisicobeleid in opzet doeltreffend en doelmatig is geweest. Het gaat dan om in hoeverre het renterisicobeleid dusdanig is geformuleerd dat het bijdraagt aan doeltreffendheid en doelmatigheid. Of aan het renterisicobeleid doeltreffend en doelmatig invulling is gegeven, komt aan de orde in hoofdstuk 5. De beantwoording van bovenstaande vraag gebeurt aan de hand van de eerste vijf aspecten uit de IMF en Wereldbank richtlijnen zoals vermeld in hoofdstuk 2. Deze aspecten zijn: afweging van kosten tegen risico's; risicoreductie; het uitvoeren van stresstesten; transparantie; en afrekenbaarheid. Deze komen in de hierna volgende paragrafen aan de orde. De paragraaf over risicoreductie gaat in op het uitvoeren van stresstesten. Vervolgens wordt het Nederlandse renterisicobeleid vergeleken met dat van andere landen.

Het renterisicobeleid wordt steeds voor een periode van vier jaar vastgesteld. Het huidige beleid geldt voor de periode 2012-2015. De staatsschuld was in de vier jaren ervoor toegenomen van € 212 miljard tot € 330 miljard en de rentestanden stonden toen al op een historisch laag niveau. Daarnaast was er meer dan gemiddelde onzekerheid over de ontwikkeling van het begrotingssaldo. Op basis van de beleidsevaluatie uit 2011 en van genoemde omstandigheden werd besloten om het beleid uit de jaren 2008-2011, de 7-jaars gecentreerde portefeuille als benchmark, voort te zetten en daarnaast de mogelijkheid te introduceren om onder bepaalde voorwaarden af te wijken van deze benchmark, zoals toegelicht in paragraaf 2.2. De beleidsevaluatie uit 2011 noemt grotere budgettaire zekerheid en lagere rentelasten over de gehele looptijd als belangrijkste argumenten voor afwijkingen.

Inmiddels zijn we vier jaar verder en bovenstaande ontwikkelingen hebben zich deels nog verder doorgezet. De rentestanden zijn nog lager geworden. Er is zelfs sprake van negatieve rentes. De staatsschuld is verder opgelopen tot € 379 miljard ultimo 2014.

4.1 Afweging van kosten tegen risico's

Doelmatigheid benchmark

Doelmatig wil hier zeggen dat er voor een gegeven risiconiveau er geen portefeuille met lagere kosten bestaat of andersom, dat er voor een gegeven kostenniveau geen portefeuille met een lager risico bestaat. Het Agentschap hanteert als benchmark een 7-jaars gecentreerde portefeuille. Een gecentreerde portefeuille is een portefeuille waarin voortdurend een lening met dezelfde looptijd en dezelfde omvang wordt uitgegeven. In de evaluatie van 2007 is reeds onderbouwd dat een gecentreerde portefeuille doelmatig is.

Deze evaluatie hanteert het bedrag waarover in enig jaar renterisico wordt gelopen als risicomaatstaf. Hiermee wordt het risico bedoeld dat de rente waartegen nieuwe leningen moeten worden afgesloten hoger is dan de rente waarmee rekening is gehouden.

Doeltreffendheid benchmark

In het kader van de afweging van kosten tegen risico's wil doeltreffend zeggen dat deze afweging expliciet aan de orde is geweest bij het vaststellen van het renterisicobeleid. Het besluit om de 7-jaars gecentreerde benchmark te continueren is onder andere gebaseerd op een analyse van de rentekosten en het renteniveau van verschillende gecentreerde portefeuilles ten tijde van de evaluatie en herijking in 2011[19].

---

[19] Zie kst. 31273-1-b1, Risicomanagement van de staatsschuld, evaluatie van het beleid 2008-2011 & beleid 2012-2015.

Deze analyse verkende wat de extra kosten zouden zijn van een verlenging van de portefeuille van 7 naar 8 of 9 jaar. Door het toen historisch gezien lage renteniveau (10-jaars rente lag rond de 2,2%) en de hoog opgelopen schuld (€ 330 miljard ultimo 2011) lag verlengen voor de hand. Echter, de ex ante extra kosten voor verlengen naar bijvoorbeeld een 8-jaars benchmark waren in 2011 relatief groot ten opzichte van de verwachte risicoreductie die er mee gerealiseerd zou kunnen worden. Door de extra kosten zou het lastiger worden om de begrotingsdoelstellingen uit die tijd te realiseren. Verkorten lag niet voor de hand vanwege de extra risico's waarmee dit gepaard zou gaan.

Het besluit tot een bepaald risiconiveau, de risicopreferentie, wordt deels gebaseerd op analyses en deels op een politieke afweging tussen kosten en risico. Zoals de IMF en Wereldbank richtlijnen aangeven gaat het om een acceptabel risico. De minister van Financiën baseert de keuze voor een risiconiveau mede op de mate waarin de budgettaire gevolgen van hogere rentelasten bij een hogere rente of een hogere staatsschuld acceptabel zijn.

De analyse uit 2011 kijkt uitsluitend naar de steilheid van de rentecurve. Alleen de *toename* van de rentekosten tussen een kortere en een langere looptijd wordt meegenomen en afgezet tegen de afname van het renterisico. Hoe platter de rentecurve, hoe minder de verwachte kosten oplopen wanneer de portefeuille wordt verlengd. In het geval van een zeer vlakke rentecurve is de toename van de verwachte kosten bij een verlenging van de portefeuille nagenoeg nul, terwijl het risico wel blijft dalen naarmate verder wordt verlengd. De verzekeringspremie neigt daardoor naar nul. Hiermee suggereert deze benadering bij een heel vlakke rentecurve dat heel ver verlengen optimaal is, ongeacht het niveau van de rentecurve. Maar de vlakheid van de curve kan ook een indicatie zijn dat marktpartijen verwachten dat de rente in de toekomst zal dalen. Dan is verlengen niet optimaal.

Naast de steilheid van de rentecurve is het niveau van de rentecurve van belang vanuit de perceptie dat mogelijke renteveranderingen asymmetrisch zijn: een rentedaling is gemaximeerd tot niveaus iets onder 0% en een rentestijging is niet gemaximeerd. Naarmate de rente lager is, wordt de potentiële rentedaling kleiner. Daarom ligt verlengen meer voor de hand wanneer de rente laag staat.

Ultimo 2014 is de rentecurve vlakker dan eind 2011 en ligt deze op een substantieel lager niveau.

Doelmatigheid afwijkingen van de benchmark

Afwijkingen van de benchmark maken de schuldportefeuille minder gecentreerd en daarmee verminderen zij op *korte* termijn de doelmatigheid. Deze vermindering in doelmatigheid wordt beperkt door de gestelde voorwaarden en is bedoeld om de doelmatigheid op *lange* termijn te bevorderen. Zoals in paragraaf 2.2 toegelicht, komt een reële kans op financieel voordeel tot uiting in een break-even yield, die maximaal 3% mag zijn.

Wat doelmatigheid betreft kan verder worden opgemerkt dat deze door de ontwikkelingen van de laatste jaren op het gebied van het swapbeleid onder druk is komen te staan. In hoofdstuk 5 wordt dit verder toegelicht.

Doeltreffendheid afwijkingen van de benchmark

Afwijkingen op de benchmark bewerkstelligen budgettaire zekerheid op langere termijn bij een historisch gezien lage rente. Hiervoor is aangegeven dat het 7-jaars punt van de benchmark niet afhangt van het renteniveau. De afwijkingen ondervangen dit nadeel.

De mogelijkheid om af te wijken van de benchmark heeft ook een keerzijde omdat het afbreuk doet aan de coherentie van het renterisicobeleid. Aan de ene kant schrijft het beleid de 7-jaars benchmark voor. Aan de andere kant is de consequentie van het afwijken dat de gemiddelde looptijd van de portefeuille door de afwijkingen wordt verlengd en daarmee niet meer op het 7-jaars punt wordt gestuurd. Dit wordt geïllustreerd door het verschil tussen de 3,5 jaar gemiddelde

looptijd van de benchmarkportefeuille en de 4,5 jaar gemiddelde looptijd ultimo 2014 van de feitelijke portefeuille. Daardoor is een hybride model ontstaan, waarbij de afzonderlijke delen, namelijk de benchmark en de afwijkingen, verschillende doelen kennen. Hierdoor is het model als geheel niet op doeltreffendheid te beoordelen.

Wat betreft de afweging van kosten en risico kan nog worden opgemerkt dat ook voor de afwijkingen een dergelijke afweging wordt gemaakt. Deze is echter wel op een andere manier tot stand gekomen dan de afweging voor kosten en risico voor de benchmark en ze zijn daardoor moeilijk vergelijkbaar. In tegenstelling tot de vierjaarlijkse afweging die wordt gemaakt voor het renterisicokader, wordt de afweging om al dan niet af te wijken veel vaker, namelijk per uitgifte van een lange lening, gedaan.

4.2 Risicoreductie

De benchmark minimaliseert doeltreffend het renterisico. Zoals in paragraaf 4.1 aangegeven, is het renterisico van een gecentreerde portefeuille gegeven de kosten minimaal.

Met het uitvoeren van stresstesten kan worden nagegaan wat het effect is van extreme, onvoorziene situaties om te bezien of het risicokader tegen dergelijke situaties bestand is. Daarmee wordt bedoeld dat het risicokader zodanig ingericht moet zijn dat bij een plotselinge renteschok en/of verslechtering van het begrotingssaldo de stijging van de rentekosten op korte en middellange termijn opgevangen kunnen worden. Dit is de zogeheten vangrailfunctie van het renterisicobeleid. In de tweede plaatst betekent dit dat het risicokader bij moet dragen aan toegang tot voldoende financiering onder moeilijke omstandigheden

In de evaluatie van 2011 is al een uitgebreide analyse gedaan om na te gaan wat de effecten zouden zijn op de rentekosten van een grote rentestijging en een oplopend begrotingstekort. Er werd geconcludeerd dat het renterisicokader slechts beperkte bescherming biedt tegen schokken in het begrotingssaldo en extreme structurele renteschokken. Wel werd aangetoond dat de 7-jaars gecentreerde portefeuille voldoende bescherming zou bieden om tijdelijke kleinere schokken in de rente op te vangen. Sinds de evaluatie van 2011 heeft zich geen grote rentestijging voorgedaan, en evenmin heeft zich een ontwikkeling in het begrotingstekort voorgedaan die niet in de analyses van 2011 waren betrokken. Daarom is er geen aanleiding geweest om tussentijds opnieuw stresstesten uit te voeren.

De introductie van ruimte voor afwijkingen van het optimale risicoprofiel binnen het risicokader geeft de mogelijkheid om bij te dragen aan budgettaire zekerheid voor een langere periode dan de 7-jaars horizon van de benchmark. Daarnaast biedt de ruimte voor afwijkingen flexibiliteit binnen het kader om in te spelen op actuele marktomstandigheden.

Met het renterisicobeleid worden fluctuaties in de rentelasten beheerst. Ook de ruimte voor afwijkingen op zichzelf mag niet leiden tot een ongewenste tegenvallers in de rentelasten. De daarvoor geformuleerde voorwaarden hebben hieraan doeltreffend bijgedragen. Door uitsluitend verlenging toe te staan is de onzekerheid over toekomstige rentelasten afgenomen. Deze afname van onzekerheid komt niet tot uiting in de risicomaatstaf.

4.3 Transparantie

Het renterisicobeleid dient bij te dragen aan transparantie, ex ante en ex post, over het gevoerde beleid en de resultaten. In de richtlijnen van IMF en Wereldbank over schuldmanagement wordt het belang van transparantie onderschreven. Een overheid die open is over haar beleid en zich opstelt als een betrouwbare tegenpartij in financiële transacties kan daarmee de effectiviteit van het gevoerde beleid versterken.

Het Agentschap voldoet aan de punten die IMF en Wereldbank noemen bij het aspect transparantie. De benchmark draagt ex ante aan bij aan een transparant risicobeleid. De doelen van schuldmanagement zijn gedefinieerd en publiek gemaakt via onder andere de openbare site www.dsta.nl, begrotingsstukken en de jaarlijkse Outlook. Ook het gebruik van de verschillende instrumenten en de samenstelling van de portefeuille staan vermeld en worden nader toegelicht.

Het principe van de 7-jaars gecentreerde portefeuille is eenvoudig uit te leggen en ook zonder uitgebreide kennis van schuldfinanciering en financiële producten goed te begrijpen.

Dit geldt grotendeels ook voor de afwijkingen ten opzichte van de benchmark. De afwijkingen zelf zijn goed uit te leggen. Ook het argument om dat te doen, de rente voor langere periode vastzetten omdat de rentestand historisch gezien laag is, is goed uit te leggen. Daarnaast zijn de voorwaarden duidelijk beschreven en het is begrijpelijk waarom deze gekozen zijn. Ook is deze beleidswijziging uitvoerig beschreven in de begrotingen, de Outlook en op de website.

Hoewel de randvoorwaarden voor afwijkingen ex ante duidelijk zijn vastgelegd, is echter niet vooraf vastgesteld wanneer en op welke onderdelen er afgeweken gaat worden. Per uitgifte van leningen wordt getoetst of aan de voorwaarden wordt voldaan om af te wijken.

Ook ex post draagt het hebben van een benchmark bij aan meer transparantie. De rapportage die laat zien hoe de schuldmanager heeft gepresteerd ten opzichte van de benchmark laat zien in hoeverre het de schuldmanager is gelukt om het risicoprofiel van de benchmark te benaderen zowel in termen van gerealiseerde kosten als van risicoprofiel. Er worden uitgebreide interne rapportages opgesteld en via het jaarverslag worden de resultaten ook extern gepubliceerd. Daarbij wordt ook vermeld welk deel van het resultaat het gevolg is van de bewust gekozen afwijkingen.

Hier is wel een kanttekening bij te plaatsen. Hoewel de 7-jaars gecentreerde portefeuille van de benchmark op zich een eenvoudig model is, is de werkwijze om hetzelfde risicoprofiel te bereiken in de praktijk veel complexer. De resultaten van de benchmark en werkelijke portefeuille kunnen in een figuur tegen elkaar afgezet worden zodat in een oogopslag inzichtelijk is of de schuldmanager het beter of slechter heeft gedaan dan de benchmark. Echter, het verklaren van de oorzaken van het verschil is complexer. Het verschil in resultaat is een optelsom van meerdere effecten die zonder kennis van de financiële producten en de werking van de financiële markten lastig te begrijpen zijn.

4.4 Afrekenbaarheid

In zoverre uitgiftes onder de benchmark vielen heeft de benchmark effectief gewerkt als stuurvariabele. Het hebben van een benchmark en de keuze voor een benchmarkportefeuille geeft de schuldmanager een heldere opdracht en houvast bij de keuzes die in de dagelijkse praktijk van schuldfinanciering gemaakt moeten worden. Bij iedere uitgifte van een lening met een vaste rente wordt een strak stramien gevolgd waarbij deze direct wordt teruggeswapt naar een variabele rente. Vervolgens wordt deze uitgifte meegenomen in de totale schuld waarvoor een swapschema is opgesteld om deze naar de 7-jaars rente te swappen.

Voor uitgiftes die vielen onder de mogelijkheid om af te wijken van de benchmark waarbij de uitgifte niet wordt teruggeswapt, heeft de benchmark minder goed gewerkt als stuurvariabele. De voorwaarden voor het afwijken zijn wel duidelijk geformuleerd, waardoor het helder is in welke gevallen afgeweken mag worden van de benchmark. Afwijken betekent per definitie dat de gemiddelde looptijd van de schuldportefeuille wordt verlengd. Er is echter geen ijkpunt of bandbreedte vastgelegd voor de mate waarin verlengd mag worden. Daarmee is er ex ante geen helderheid over de (toekomstige) gemiddelde looptijd van de schuld en daarmee de beoogde bescherming tegen renteschokken.

Op zichzelf is de benchmark een goede en objectieve maatstaf die fungeert als een ijkpunt waartegen het risicoprofiel en het resultaat van de feitelijke portefeuille afgezet kunnen worden. Het risicoprofiel wordt weergegeven in de vorm van een staafdiagram, die laat zien over welk bedrag in welk jaar renterisico wordt gelopen. Daarmee wordt inzichtelijk gemaakt in hoeverre de feitelijke portefeuille het risicoprofiel van de benchmark benadert. Dit levert een duidelijk plaatje op. Verder wordt het resultaat in kosten van de feitelijke portefeuille vergeleken met het resultaat in kosten van de benchmark. Op deze manier zijn de prestaties van de schuldmanager meetbaar geworden.

Een andere factor met gevolgen voor de afrekenbaarheid is het feit dat de mate waarin de benchmark kan worden benaderd afhankelijk is van marktontwikkelingen. Het Agentschap kan hier geen invloed op uitoefenen. Hoofdstuk 5 laat zien dat het resultaat in grotere mate afhankelijk is geworden van het verschil tussen de staatsrente en de swaprente (de staat/swap spread), waarop de schuldmanager niet kan sturen.

4.5 Renterisicobeleid in andere landen

In voorbereiding op de evaluatie heeft het Agentschap met tien landen[20] gesproken om te bekijken hoe andere landen hun risicoraamwerk inrichten en dit bekijken hoe dit zich verhoudt met het beleid van Nederland. Er is gesproken met een diverse groep van landen, die verschillen in bijvoorbeeld grootte, omvang van de schuld en in het al dan niet hebben van zelfstandig monetair beleid.

Uit de consultaties met andere landen blijkt dat alle landen hun doelstelling met betrekking tot schuldmanagement formuleren in lijn met de internationaal geaccepteerde uitgangspunten voor schuldmanagement zoals ook het IMF en de Wereldbank die hebben opgesteld: een afweging tussen financiering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico.

De invulling hiervan verschilt echter per land en valt er geen dominante structuur te onderscheiden. Bijna alle landen gebruiken één of meerdere benchmarks of targets om hun risico te beheersen. Er zijn echter ook landen die geen specifieke benchmark of target hebben. De benchmarks/targets die gehanteerd worden zijn onder te verdelen in twee types: een target gericht op renterisico, bijvoorbeeld gemiddelde looptijd of duratie, of een target gericht op herfinancieringrisico, bijvoorbeeld een percentage van de schuld waarover in een bepaald jaar of over een reeks van jaren de rente opnieuw vastgesteld wordt. In een aantal gevallen hanteren landen een combinatie van targets. De meeste landen die een benchmark of een of meer targets hanteren maken gebruik van een bandbreedte of een streefwaarde, waardoor flexibiliteit ontstaat om te kunnen omgaan met bijvoorbeeld veranderende markt- en begrotingsomstandigheden.

In veel andere landen wordt primair het uitgiftebeleid gebruikt om de gestelde benchmark of target te behalen. In welke looptijden er dan obligaties worden uitgegeven wordt dan voor een deel ingegeven door de gestelde benchmark of target. Van de tien landen waarmee gesproken is, gebruiken op dit moment drie landen ook swaps om de benchmark of target te benaderen. Andere landen hebben in het verleden ook swaps gebruikt om hun doel te bereiken. Om verschillende redenen zijn landen hier van afgestapt, de voornaamste reden is de wens om de gemiddelde looptijd van de portefeuille te verlengen, terwijl swaps veelal gebruikt worden om de looptijd te verkorten. In de meeste landen is het gebruik van swaps echter wel toegestaan. Nagenoeg alle landen hebben de afgelopen jaren de looptijd van de schuldportefeuille verlengd, van een paar maanden tot meerdere jaren.

---

[20] Er is gesproken met Australië, België, Canada, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Finland, Oostenrijk, Verenigd Koninkrijk, en Zweden.

4.6 Conclusie

De benchmark zelf is doelmatig. De afwijkingen verminderen de doelmatigheid. Deze vermindering is bewust nagestreefd en wordt beperkt door de voorwaarden die zijn gesteld aan de afwijkingen. Zowel de benchmark als de afwijkingen zijn doeltreffend in de zin dat zij beide afzonderlijk expliciete afwegingen van kosten tegen risico's kennen. Deze afwegingen zijn verschillend van aard waardoor het beleid minder coherent is geworden. Daarnaast is de benchmark voor vier jaar vastgesteld en is niet aangepast aan de veranderende omstandigheden in de loop der jaren, terwijl afwijkingen per moment waarop schuld wordt uitgegeven ,worden vastgesteld. Het toestaan van afwijkingen biedt de mogelijkheid om in zekere mate in te spelen op veranderende omstandigheden, in het bijzonder de historisch gezien lage rente.

Zowel de steilheid van de rentecurve als het niveau van de rente is relevant bij de keuze voor aanpassing van de looptijd van de portefeuille. Ultimo 2014 is de rentecurve vlakker dan eind 2011 en ligt deze op een substantieel lager niveau.

De benchmark reduceert doeltreffend het renterisico. Afwijkingen dragen bij aan budgettaire zekerheid voor een langere periode dan de 7-jaars horizon van de benchmark.

Het Agentschap is transparant over de benchmark en de afwijkingen daarvan. De rapportage over de resultaten ten opzichte van de benchmark is lastig te begrijpen voor de lezer die niet goed ingewijd is in de materie.

De benchmark draagt bij aan afrekenbaarheid. Het Agentschap is afrekenbaar op het voldoen van de afwijkingen aan de voorwaarden. De combinatie van de benchmark en de afwijkingen vermindert de afrekenbaarheid van het beleid als geheel.

De opzet van het renterisicobeleid voldoet doeltreffend aan de meeste punten gerelateerd aan de voor het renterisicobeleid relevante aspecten uit de IMF en Wereldbank richtlijnen, te weten afweging van kosten tegen risico's, risicoreductie, het doorrekenen van stresscenario's, transparantie en afrekenbaarheid.

5 Invulling benchmark

Dit onderdeel van de beleidsevaluatie beziet de mate waarin het Agentschap succesvol is geweest in zijn strategie om het risicoprofiel en daarmee de kosten van de gekozen benchmark te benaderen. De benchmark veronderstelt een uitgiftestrategie die in de praktijk niet of slechts tegen hoge kosten uitvoerbaar is. Om die reden worden swaps gebruikt om het risicoprofiel van de benchmark zo nauwkeurig en doelmatig mogelijk te benaderen.

Bij de introductie van de benchmark was duidelijk dat om een aantal redenen de benchmark nooit exact benaderd zou kunnen worden. In de periode voorafgaand aan de introductie van de benchmark leidde het relatief stabiele klimaat op de financiële markten er echter toe dat de potentiële risico's die met de benadering gemoeid waren als klein werden ingeschat. Hieruit volgde de aanname dat verschillen tussen het renterisico van de feitelijke portefeuille en de benchmark relatief klein zouden zijn. Ook in kostentermen zouden verschillen tussen beide portefeuilles relatief gering zijn.

Tussen het moment van de invoering van de benchmark en de beleidsevaluatie die in 2011 werd uitgevoerd, was de situatie op de financiële markten al sterk veranderd, voornamelijk als gevolg van de financiële crisis. De beleidsevaluatie van 2011 signaleerde reeds dat de relevantie van sommige neveneffecten die voortvloeiden uit de swapstrategie sinds de invoering van de benchmark was toegenomen. In het licht van de ontwikkelingen die zich de afgelopen jaren op de financiële markten hebben voltrokken verdienen deze effecten nu meer aandacht. Deze komen in de hierna volgende paragrafen aan de orde.

5.1 Kredietrisico, concentratierisico en settlementrisico

Door het gebruik van swaps loopt de staat kredietrisico op de tegenpartijen waarmee swaps worden afgesloten. Met kredietrisico wordt gedoeld op het risico dat een tegenpartij zijn verplichtingen aan de staat niet nakomt. In relatie tot swaps geldt dat wanneer een tegenpartij waarmee de staat een swap heeft afgesloten failliet gaat, deze tegenpartij niet langer de rentebetalingen voldoet waartoe zij zich uit hoofde van de swap heeft verplicht. Als deze swap een positieve marktwaarde had, kan het faillissement van de tegenpartij tot een financieel verlies voor de staat leiden.[21]

Het belang van kredietrisicomanagement is in de afgelopen jaren toegenomen. Zoals eerder gesteld, is de staatsschuld en daarmee de swapportefeuille gegroeid. De potentiële marktwaarde en de volatiliteit van de marktwaarde van de portefeuille zijn eveneens toegenomen.[22] Verder is de kredietwaardigheid van nagenoeg alle potentiële tegenpartijen, in de regel commerciële banken, uitgedrukt in de rating in de afgelopen jaren gedaald. Er wordt dus over grotere bedragen kredietrisico gelopen op minder kredietwaardige tegenpartijen.

Het Agentschap beheerst op verschillende manieren het kredietrisico. In principe worden alleen de meest voorkomende renteswaps, zogeheten 'plain vanilla swaps', afgesloten, waarvan het

---

[21] Een swap heeft bij aanvang een marktwaarde van nul. Op dat moment is de verdisconteerde waarde van de verwachte rentestromen onder de vaste en de variabele poot over de looptijd van de swap exact hetzelfde. Als de rente verandert ten opzichte van de verwachte renteontwikkeling op het moment dat de swap werd afgesloten krijgt de swap marktwaarde. Dat betekent dat de verwachte rentestromen niet meer hetzelfde zijn: een partij zal meer rente ontvangen dan betalen; de tegenpartij zal juist meer rente betalen dan ontvangen. Wanneer de staat meer rente verwacht te ontvangen dan te betalen dan heeft de swap een positieve marktwaarde voor de staat.

[22] Wanneer de swapportefeuille een positieve marktwaarde heeft, heeft de staat een vordering op haar tegenpartijen. Voor zover deze niet in het geheel is afgedekt met onderpand loopt de staat kredietrisico op de tegenpartijen.

risicoprofiel relatief makkelijk te bepalen is.[23] Voorts worden alleen swaps afgesloten met een selecte groep kredietwaardige tegenpartijen, die moeten voldoen aan een minimale rating.

Tegenpartijen waarmee swaps worden afgesloten zijn verplicht onderpand in de vorm van cash of overheidspapier met de hoogste rating (AAA) bij de staat te storten wanneer de swaps vanuit het perspectief van de staat een positieve marktwaarde hebben. De omvang van het vereiste onderpand wordt bepaald op basis van dagelijkse waardering van de swaps[24]. Bovenop het onderpand ter grootte van de actuele marktwaarde, zijn de meeste tegenpartijen ook verplicht additioneel onderpand te storten. Deze zogeheten 'independent amount' wordt tot een bepaald maximum berekend over de omvang van de swapportefeuille, en is 'onafhankelijk' van de marktwaarde. De staat zelf stort geen onderpand bij tegenpartijen. Als extra veiligheidsklep heeft de staat eenzijdig het recht op onmiddellijke beëindiging van swaps met een tegenpartij als de rating van die tegenpartij wordt verlaagd tot onder een bepaald niveau.

Onderpand neemt niet het gehele risico weg. Het faillissement van een swaptegenpartij leidt er toe dat de staat een zogeheten 'open positie' krijgt: door het wegvallen van de swaps die met de failliete partij werden afgesloten ontstaat een ongewenst renterisico ten opzichte van de benchmark. Swaps moeten opnieuw worden afgesloten met andere tegenpartijen om de open positie te sluiten. Indien onverhoopt een tegenpartij omvalt, dan zou in beginsel het onderpand voldoende moeten zijn om door het afsluiten van nieuwe swaps de positie te sluiten, zonder dat daarvoor extra kosten hoeven te worden gemaakt. Echter, omdat de marktrente, en dus de marktwaarde van de swap, kan veranderen tussen het moment dat de staat onderpand ontving en het moment dat de swap opnieuw afgesloten kan worden, is er een risico dat het gestorte onderpand onvoldoende bescherming biedt.

In deze context is het van belang op te merken dat de markt voor met name swaps met een langere looptijd in de afgelopen jaren aanzienlijk minder liquide is geworden. In minder liquide markten kan het moeilijk of zelfs onmogelijk blijken om binnen korte tijd en tegen aanvaardbare kosten een grote open positie te sluiten, dat wil zeggen nieuwe swaps af te sluiten ter vervanging van weggevallen swaps. Hoe langer een positie open blijft, hoe groter de potentiële nadelige renteschommeling, en hoe groter de potentiële financiële schade voor de staat.

In het kader van het sluiten van open posities is concentratierisico een relevant onderdeel van kredietrisico. Concentratierisico betreft het risico dat een groot deel van het totale kredietrisico op één of een beperkt aantal partijen wordt gelopen. Een faillissement van een belangrijke tegenpartij zou dan kunnen leiden tot een potentieel grote open positie ten opzichte van de benchmark, en een grote afwijking van het gewenste risicoprofiel.

Ter voorkoming van concentratierisico hanteert het Agentschap een limietensysteem. Het limietensysteem schrijft voor welk deel van het totale kredietrisico op één enkele tegenpartij mag worden gelopen, waarbij op partijen met een betere rating een hoger risico gelopen mag worden. Omdat het aantal banken dat voldoet aan de ratingeisen gedaald is, blijven er minder potentiële tegenpartijen over.

Ten slotte is er settlementrisico. Bij swaps treedt dit risico op wanneer de tegenpartij de betaling van een vaste (of variabele) rente niet nakomt, terwijl de staat al wel aan zijn rentebetaling heeft voldaan. 'Netting' is de belangrijkste manier waarop dit risico wordt gemitigeerd. Dat wil zeggen dat op het moment dat de tegenpartij een vaste (of variabele) rente moet betalen en de staat een variabele (of vaste) rente moet betalen, het saldo van beide betalingen de uiteindelijke omvang van de (netto) betaling bepaalt.

[23] Daarnaast wordt een veel kleiner volume, met name kortlopende, valutaswaps gebruikt om het wisselkoersrisico op geldmarktschuld in buitenlandse valuta af te dekken.
[24] Op het marktwaardeonderpand zijn bepaalde 'thresholds' (minimale ondergrens die de marktwaarde van een portefeuille moet bereiken voordat onderpand wordt gestort) en 'minimum transfer amounts' (minimale bedrag dat overgemaakt zal worden) van toepassing.

5.2 Opkomst Central Clearing Parties (CCP's)

Een belangrijke ontwikkeling is dat wereldwijd regelgeving bestaat of wordt voorbereid om financiële instellingen te verplichten de meeste swaptransacties centraal af te wikkelen (te 'clearen'). Dit betekent dat een centrale tegenpartij, een central clearing party (CCP) zich tussen twee partijen die een swaptransactie hebben afgesloten plaatst. De CCP fungeert vanaf dat moment als tegenpartij voor beide oorspronkelijke partijen, die onderling geen handelsrelatie meer hebben. Bilaterale kredietrisico's worden zo weggenomen: als bank A failliet gaat, leidt bank B waarmee bank A initieel een swap heeft afgesloten geen verlies. Dit tegenpartijrisico wordt nu geconcentreerd in de CCP. De CCP zelf wordt strikt gereguleerd, en hanteert een veelheid aan risicomitigerende maatregelen. Derhalve hebben regelgevers bepaald dat voor swaps die centraal gecleared worden, minder strikte kapitaal- en liquiditeitseisen zullen gelden.

Het Agentschap is uitgesloten van de verplichting om swaps centraal te clearen. Een reden om toch swaptransacties via een CCP te laten clearen is bijvoorbeeld dat ingeschat wordt dat het goedkoper is om swaps af te sluiten die gecleared worden, ook al is de kredietwaardigheid van de Nederlandse staat hoger dan die van een CCP. Enkele andere landen hebben hier reeds toe besloten, of zijn van plan in de toekomst over te gaan op central clearing.

Een nadeel van centraal clearen is dat alle partijen die via een CCP clearen verplicht onderpand moeten storten. Het Agentschap hanteert momenteel een eenzijdige onderpandafspraak met zijn tegenpartijen, wat inhoudt dat de tegenpartijen onderpand storten bij het Agentschap, maar het Agentschap zelf geen onderpandverplichting heeft. Wanneer het Agentschap verplicht zou zijn zelf ook onderpand te storten, dan heeft dat verschillende nadelen. Een belangrijke hiervan is dat het storten van cash onderpand zal zorgen voor een hogere EMU-schuld. Ook zullen de uitvoering van het financieringsbeleid en het cash management erdoor bemoeilijkt worden. Aan de andere kant zorgt een wederzijdse onderpandafspraak ervoor dat tegenpartijen meer bereid zullen zijn (langere) swaps met het Agentschap af te sluiten, en dat de kosten die hier momenteel mee gemoeid zijn zouden dalen.

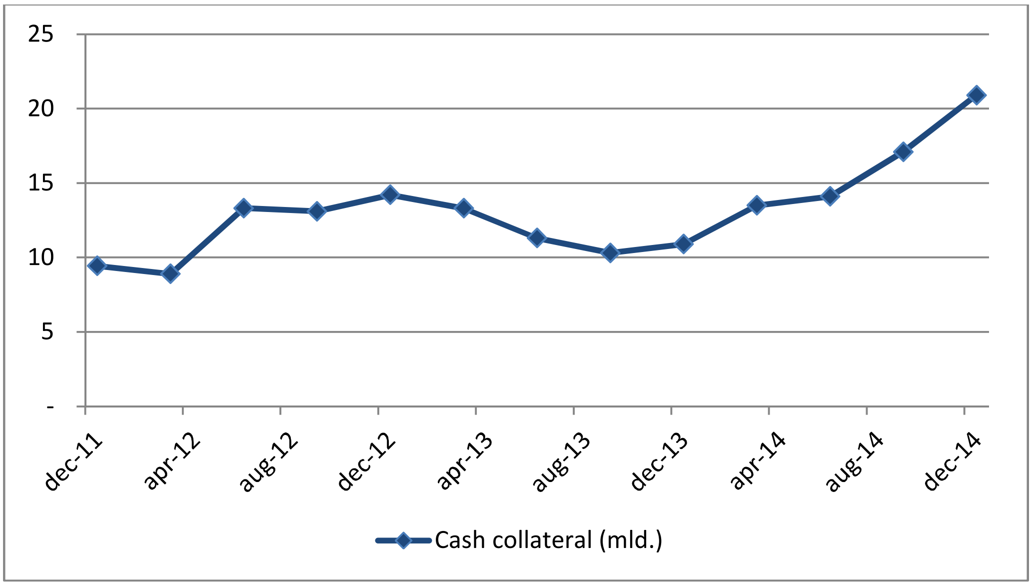
Ondanks de keuze om vooralsnog swaps niet centraal te laten clearen, is het belangrijk voor het Agentschap om de ontwikkelingen rond central clearing en de implicaties voor haar eigen swaptransacties die hieruit voortvloeien goed te volgen.

5.3 Onderpand als gevolg van de huidige, uitzonderlijk lage rentestand

Een verandering in de rente leidt tot een verandering in de marktwaarde van een swap[25]. Dalingen van de rente hebben geleid tot een almaar stijgende marktwaarde van de totale swapportefeuille van het Agentschap. Gevolg was dat eind 2014 de marktwaarde van de swapportefeuille de € 20 miljard ruim was gepasseerd. Ook het onderpand in geld bedroeg daarmee ruim € 20 miljard.

[25] Hierbij is vooral de 6-maands Euribor rente van belang: dit is de rente die over de variabele poot van alle swaps wordt betaald en ontvangen.

Figuur 9: Omvang cash collateral sterk toegenomen (2012-2014, in € mld.)



Het onderpand dat wordt ontvangen, leidt voor het Agentschap tot verschillende complicaties in de uitvoering van het financieringsbeleid.

Het ontvangen onderpand is een vorm van kortlopende financiering. Het is daarmee een alternatief voor reguliere geldmarktfinanciering: elke euro die als onderpand wordt ontvangen, betekent dat het Agentschap minder hoeft aan te trekken op de geldmarkt. Het Agentschap is verplicht rente te betalen over het ontvangen onderpand. Omdat deze rente hoger is dan de rente die op reguliere geldmarktfinanciering betaald zou worden, is onderpand een dure vorm van financiering. De kosten die hiermee gemoeid zijn kunnen voor 2014 op circa € 6 miljoen worden berekend.

Daarnaast zijn de dagelijkse veranderingen in de onderpandstand moeilijk voorspelbaar. Op dagen waarop rentes sterk fluctueren zijn uitslagen van meer dan € 1 miljard niet ongebruikelijk. Dit bemoeilijkt het cash management voor het Agentschap. Cashmanagement wordt uitgevoerd om te zorgen dat de uitgaven en inkomsten van de staat op iedere gegeven dag aan elkaar gelijk zijn. Op sommige dagen zijn uitgaven groter dan inkomsten, en moet kortlopende financiering worden aangetrokken. Op andere dagen is de situatie omgekeerd en moeten overtollige middelen worden uitgezet. De reguliere uitgaven en, in mindere mate, inkomsten van de staat zijn voor een groot deel voorspelbaar. Hierop kan het cashmanagement worden afgestemd. De onvoorspelbare stand van het onderpand werkt als een stoorzender in het proces van cashmanagement. Het zorgt ervoor dat er op sommige dagen een onverwacht hoog tekort dan wel overschot is, dat op korte termijn aangetrokken of uitgezet moet worden. Dat moet dan doorgaans tegen minder gunstige rentecondities dan wanneer de ontwikkeling te voorzien was geweest. Uitzettingen leiden bovendien tot kredietrisico.

Een van de belangrijkste voordelen van het gebruik van swaps is dat het een scheiding tussen het renterisicobeleid enerzijds, en het financieringsbeleid anderzijds mogelijk maakt. Door de zeer hoge stand van het onderpand is echter de uitgifte van geldmarktpapier in het gedrang gekomen. Hoofdstuk 6 gaat hier nader op in.

Door bewust af te wijken van de benchmark door lange schulduitgiftes niet in alle gevallen meer terug te swappen heeft het Agentschap bovenstaande complicaties verminderd. Het zijn juist de lange receiverswaps die gevoelig zijn voor veranderingen in de rente en tot grote veranderingen in de omvang van het onderpand zorgen. Wanneer niet zou zijn afgeweken, zou de omvang van het onderpand nog eens vele miljarden hoger zijn geweest.

5.4 Operationele risico's

Het Agentschap sluit in principe alleen de simpelste renteswaps af, waaraan een gestandaardiseerd juridisch contract ten grondslag ligt, de zogeheten International Securities and Derivatives Association (ISDA) raamovereenkomst. Niettemin kunnen zich juridische onenigheden over de interpretatie van dit contract voordoen, bijvoorbeeld naar aanleiding van onvoorziene omstandigheden, zoals negatieve rentes in relatie tot vergoeding op onderpand. Hier kunnen risico's voor de staat uit voortvloeien.

Swaps betekenen ook een operationele belasting voor het Agentschap. Hierdoor wordt het operationeel risico verhoogd. Dit operationeel risico heeft zich in het verleden geëffectueerd, wat heeft geleid tot een door de Algemene Rekenkamer geconstateerde onvolkomenheid. Deze onvolkomenheid is mede aanleiding geweest voor het Agentschap om in 2013 een plan op te stellen voor een project, 'Agentschap in control', om de interne beheersing te verbeteren. De Tweede Kamer is hier bij brief van 21 februari 2014 over geïnformeerd[26]. Dit project is op dit moment in uitvoering[27].

5.5 Verschil staatsrente en swaprente

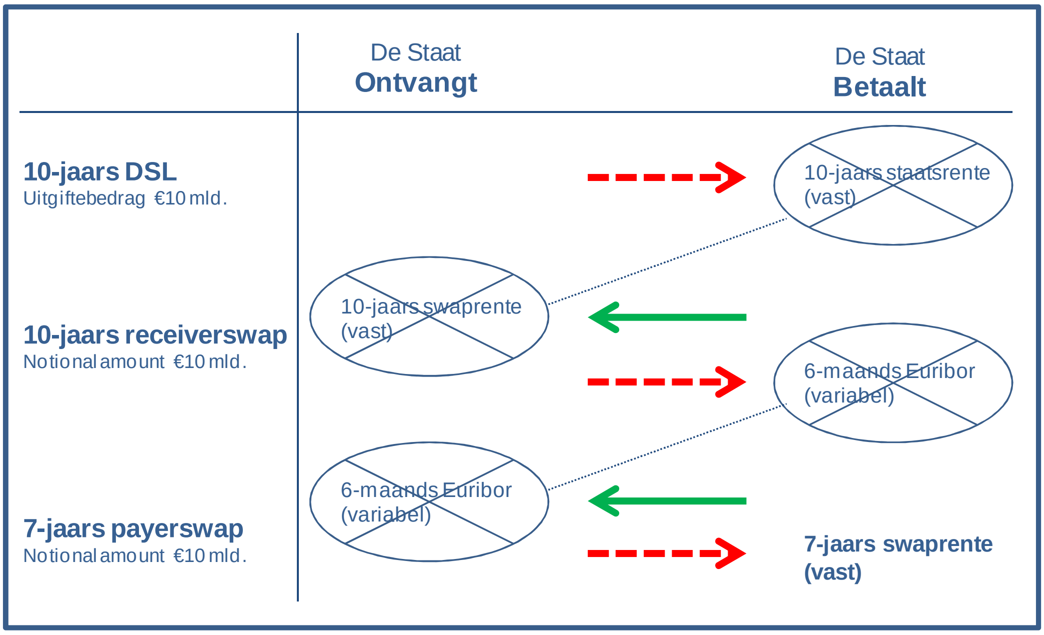
Om de relevantie van het verschil tussen staatsrente en swaprente inzichtelijk te kunnen maken, is het belangrijk om te illustreren hoe de staat het renterisicoprofiel van de benchmark in de praktijk tracht te repliceren. Zie figuur 10.

Als een lening van € 10 miljard wordt uitgegeven, wordt daarover de 10-jaars staatsrente betaald. Vervolgens worden voor hetzelfde bedrag 10-jaars receiverswaps afgesloten. De omvang van een swap wordt de 'notional amount' genoemd. Over een 10-jaars receiverswap ontvangt de staat de 10-jaars swaprente en betaalt vervolgens de lagere 6-maands Euribor rente. Als laatste worden ook voor 10 miljard payerswaps afgesloten. Op een payerswap ontvangt de staat de 6-maands Euribor rente en betaalt de 7-jaars swaprente. Er wordt niet in één stap van de 10-jaars rente naar de 7-jaars rente gegaan, omdat in de markt nauwelijks dat soort producten worden verhandeld.

Het idee achter de swapstrategie is dat de 10-jaars rentes die de staat betaalt bij de uitgifte van een 10-jaars staatslening en ontvangt bij het afsluiten van een 10-jaars receiverswap tegen elkaar wegvallen. Hetzelfde gebeurt bij de 6-maands Euribor rente die de staat ontvangt en betaalt. Hierdoor resteert uiteindelijk alleen nog de betalende poot van de 7-jaars payerswap. Resultaat: de staat betaalt per saldo de 7-jaars rente.

[26] Zie kst-33750-IX-15, Vaststelling van de begrotingsstaten van het Ministerie van Financiën (IX) en de begrotingsstaat van Nationale Schuld (IXA) voor het jaar 2014.
[27] Bevindingen van de Algemene Rekenkamer zijn te vinden in het rapport 'Resultaten verantwoordingsonderzoek 2014 Ministerie van Financiën (IX)' is gepubliceerd op 20 mei 2015; www.rekenkamer.nl/Publicaties/Onderzoeksrapporten.

Figuur 10: Swapstrategie zet 10-jaars staatsrente om in 7-jaars swaprente

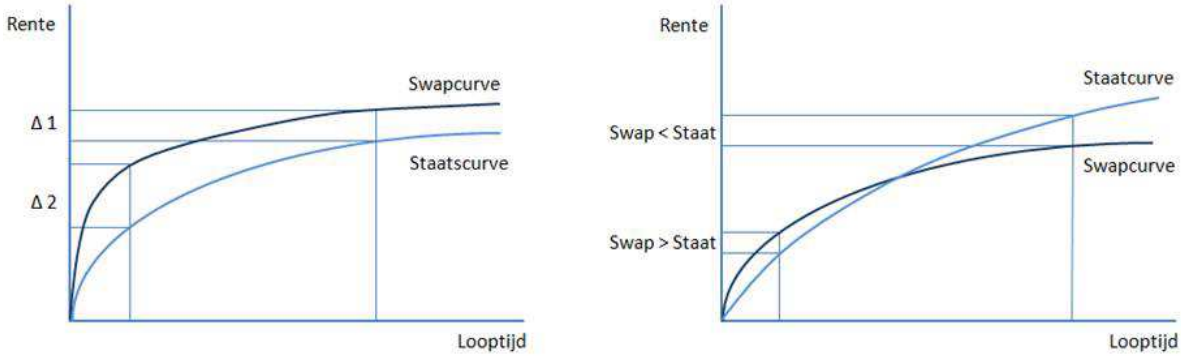


De manier waarop de 10-jaars rentes tegen elkaar wegstrepen in figuur 10 is niet helemaal zuiver. Over de 10-jaars DSL wordt de 10-jaars staatsrente betaald, terwijl over de 10-jaars receiverswap de 10-jaars swaprente wordt ontvangen. Hoewel de staatsrente en de swaprente voor de meeste looptijden historisch gezien redelijk dicht bij elkaar liggen, zijn ze niet gelijk. Wanneer de staatsrente op het 10-jaars punt hoger ligt dan de swaprente, dan zal dit leiden tot een negatief resultaat ten opzichte van de benchmark. Als juist de 10-jaars swaprente hoger is dan de staatsrente, dan leidt dit tot een positief resultaat ten opzichte van de benchmark.

Daarnaast betaalt de staat uiteindelijk de 7-jaars rente. Op het eerste gezicht is dit in overeenstemming met de benchmark, waar ook de 7-jaars rente wordt betaald. De benchmark betaalt echter de 7-jaars staatsrente, terwijl in de praktijk de 7-jaars swaprente wordt betaald. In dit geval wordt er een positief resultaat gerealiseerd ten opzichte van de benchmark wanneer de swaprente lager is dan de staatsrente, en een negatief resultaat wanneer de swaprente hoger is dan de staatsrente.

De twee effecten die in de voorgaande twee alinea’s worden beschreven zijn tegenovergesteld: in het eerste geval leidt een hogere swap- dan staatsrente tot een positief resultaat in termen van rentekosten ten opzichte van de benchmark; in het tweede geval leidt dat tot een negatief resultaat. Deze tegengestelde effecten ervoor kunnen zorgen dat de totale afwijking geringer is. Als de staats- en swapcurve precies parallel aan elkaar lopen zullen de afwijkingen elkaar grotendeels opheffen. Waarschijnlijker is het dat de kromming van de staats- en de swapcurve verschilt, hetgeen betekent dat het verschil tussen de staats- en swaprente voor verschillende looptijden niet identiek is. Er zal dan een afwijking ten opzichte van de benchmark resulteren.

Figuur 11: potentiële staat/swapspreads voor verschillende looptijden



In praktijk heeft sinds de invoering van de benchmark in 2008 de staatscurve op verschillende momenten hoger gelegen dan de swapcurve, lager gelegen, en hebben de twee curves elkaar doorkruist. Begin 2015 ligt de staatscurve geheel onder de swapcurve, maar is het verschil in kortere looptijden groter dan aan het lange eind.

Wanneer de staatsrente voor de looptijden waartegen schuld wordt uitgegeven, gemiddeld[28] hoger ligt dan de swaprente, dan zorgt dit voor een negatief resultaat ten opzichte van de benchmark. Hiertegenover staat een positief resultaat dat behaald wordt bij een positieve staat/swapspread voor de 7-jaars looptijd. Het nettoresultaat kan zowel positief als negatief zijn. In 2012 en 2013 was dit nettoresultaat positief.

In 2014 is het nettoresultaat echter negatief geworden, wat ceteris paribus een negatief resultaat ten opzichte van de benchmark impliceert. Een negatieve afwijking betekent dat de rentekosten van de feitelijke schuld- en swapportefeuille hoger zijn dan de kosten van de benchmarkportefeuille. Daarmee worden de resultaten van de schuldmanager in de praktijk voor een groot deel bepaald door veranderingen in rentes die buiten zijn invloedssfeer liggen.

5.6 Gevolgen van overgang naar ESA2010

In september 2014 is ESA95 vervangen door ESA 2010[29] als statistische methode voor het vaststellen van de nationale rekeningen, waaronder de berekening van het EMU-saldo. Dat is voor de Europese Commissie aanleiding geweest om de tot die tijd vigerende definitie van het EMU-saldo -inclusief de effecten van renteswaps- in lijn te brengen met de behandeling van swaps in het ESA. In ESA2010 worden rentestromen bij swaps behandeld als financiële transacties. Dat betekent voor de berekening van het EMU-saldo dat de betaalde en ontvangen rente op schuldtitels altijd exclusief de effecten van swaps zijn. Met andere woorden, de oorspronkelijke rentereeksen op de schuldtitels worden op transactiebasis verwerkt in het EMU-saldo. Alle positieve en negatieve resultaten samenhangende met swaptransacties komen niet ten gunste c.q. ten laste van het EMU-saldo, maar lopen meteen in de overheidsschuld als zijnde financiële transacties.

Doordat swaps sinds september 2014 geen invloed meer hebben op het renterisico voor het saldo is het renterisicoprofiel dat relevant is voor het EMU-saldo gelijk aan de daadwerkelijke leningenportefeuille. Het is dus niet meer mogelijk om met swaps de rentetypische looptijd van de portefeuille te verlengen teneinde het renterisico voor het EMU-saldo te verlagen. Het gevolg

[28] Bij het berekenen van de gemiddelde rente is de weging van iedere looptijd in het gemiddelde afhankelijk van het aandeel van die looptijd in de totale schulduitgifte

[29] ESA staat voor European System of National and Regional Accounts. ESA2010 bevat een de geharmoniseerde methodologie die EU lidstaten dienen te gebruiken voor opstellen van hun nationale verantwoordingscijfers. Het doel is om ervoor te zorgen dat de cijfers van alle EU lidstaten consistent, vergelijkbaar, betrouwbaar en up-to-date zijn.

hiervan is dat het huidige risicokader, waarin swaps instrumenteel zijn in de beheersing van het renterisico, feitelijk niets doet om het renterisico voor het EMU-saldo te beheersen.

5.7 Conclusie

De benchmark biedt in theorie een optimale afruil van kosten en risico. Met het gebruik van swaps benadert het Agentschap de benchmark zo goed mogelijk. Daarmee is het beleid grotendeels doeltreffend en doelmatig geweest.

Om de verschillende redenen die in dit hoofdstuk worden toegelicht, treden er verschillen op tussen het theoretische optimum en de praktijk. Deze neveneffecten zijn te groot om te negeren. Het kredietrisico, concentratierisico en settlementrisico zijn toegenomen. De opkomst van Central Clearing Parties zal mogelijk de wijze waarop wordt geswapt, sterk doen wijzigen. Aan de hoge stand van het onderpand als gevolg van het gebruik van swaps kleven een aantal nadelen. Swaps verhogen het operationeel risico. Het verschil tussen de staatsrente en de swaprente leidt tot niet beïnvloedbare winsten of verliezen. Door een wijziging in Europese regelgeving kan het renterisico voor het EMU-saldo niet meer worden beheerst met swaps.

6 Evaluatie financieringsbeleid

De belangrijkste uitgangspunten die het Agentschap hanteert bij het opstellen van het financieringsbeleid zijn consistentie, transparantie en verhandelbaarheid[30]. Het doel van het Nederlandse financieringsbeleid is om de diverse risico's die gepaard gaan met schulduitgifte te minimaliseren en om de kosten van schulduitgifte zo laag mogelijk te houden. Deze uitgangspunten en doelen zijn in lijn met de internationale richtlijnen voor schuldmanagement zoals opgesteld door het IMF en de Wereldbank[31]. Dit hoofdstuk evalueert hoe de uitgangspunten en doelen die het Agentschap nastreeft invulling geven aan de internationale richtlijnen.

Van de internationale richtlijnen zijn de onderstaande het meest van belang:

- voorspelbare uitgifte;
- transparantie;
- robuuste secundaire markt;
- diversificatie van de schuldportefeuille;
- risicoreductie;
- cash management.

De hierna volgende paragrafen gaan achtereenvolgens in op deze punten. De paragraaf over risicoreductie gaat tevens in op cash management. Vervolgens wordt het Nederlandse financieringsbeleid vergeleken met dat van andere landen.

6.1 Voorspelbare uitgifte

De internationale richtlijnen voor schuldmanagement schrijven voor dat de primaire markt voor staatsobligaties zich kenmerkt door een voorspelbaar uitgiftepatroon. Door voorspelbaar te handelen worden investeerders niet voor verrassingen geplaatst. Voorspelbaar handelen draagt dus in potentie bij aan verhoogde interesse en vraag vanuit beleggers, wat op zichzelf bijdraagt aan lagere financieringskosten. Ook voor de Nederlandse schuldfinanciering is voorspelbaarheid een belangrijk subdoel, wat tot uiting komt in het uitgangspunt consistentie. Het Agentschap streeft voornamelijk naar consistentie in de kapitaalmarkt waar schuldtitels met looptijden langer dan 1 jaar worden uitgegeven en creëert flexibiliteit in de geldmarkt waar schuldtitels met looptijden korter dan 1 jaar worden geplaatst om eventuele veranderingen in de financieringsbehoefte op te vangen. Door op de kapitaalmarkt ieder jaar een voorspelbaar arsenaal aan financieringsinstrumenten in te zetten, kunnen investeerders hier op anticiperen in hun portefeuillebeslissingen.

Consistent handelen betekent voor het Agentschap ook dat er gehandeld wordt in lijn met hetgeen wordt aangekondigd. De afgelopen vier jaar was het doel om gedurende het kalenderjaar niet of nauwelijks af te wijken van de vooraf aangekondigde uitgifte op de kapitaalmarkt. Dit geldt zowel voor de omvang als de samenstelling in looptijden. De afwijkingen die er zijn, worden verklaard door additionele schulduitgifte na de veiling[32] en marktomstandigheden gedurende de veilingen. Zie figuur 12. Dergelijke kleine afwijkingen zijn moeilijk te voorkomen en doen nauwelijks af aan de consistentie van de kapitaalmarktoperaties.

---

[30] In dit stuk, maar ook in externe communicatie worden de termen verhandelbaarheid en liquiditeit door elkaar gebruikt.
[31] Revised Guidelines For Public Debt Management, IMF & Wereldbank, April 2014.
[32] De 'non-competitive option' biedt Primary Dealers (PD's) in Nederlands schuldpapier de mogelijkheid om gedurende 3 dagen na de veiling de eigen primaire afname te vermeerderen met 15% tegen de gemiddelde prijs die in de veiling tot stand is gekomen. De optie wordt alleen gegeven aan PD's die een minimum aandeel in de veiling hebben van 3%. Tevens moet de PD in de maand voorafgaand aan de veiling voldoende en competitieve prijzen in de secundaire markt hebben afgegeven.

Figuur 12: Aangekondigde en gerealiseerde kapitaalmarktuitgifte (in € mld.)

Jaar	Aangekondigd	Gerealiseerd	Afwijking
2012	ca. 60	60,4	0,4
2013	ca. 50	51,8	1,8
2014	ca. 50	50,9	0,9

Ook wordt, secundair, gestreefd naar een zo stabiel mogelijke kapitaalmarktuitgifte door de jaren heen. Dit betekent echter niet dat het Agentschap gehouden is een keuze voor een bepaalde kapitaalmarktomvang minimaal een aantal jaren vol te houden. Immers, het jaarlijkse financieringsplan is het moment om te bepalen wat de optimale verdeling is tussen financiering op de geldmarkt en de kapitaalmarkt. Wat betreft de uitgiftehoeveelheid per lening heeft het Agentschap een grote mate van consistentie aangehouden. Er kan dus worden geconcludeerd dat het subdoel van voorspelbaarheid doeltreffend is ingevuld.

Het is niet mogelijk te berekenen hoeveel kosten zijn bespaard door voorspelbaar te zijn. Wel is het aannemelijk dat voorspelbaarheid bijdraagt aan een lagere risicoperceptie. Een lagere risicoperceptie leidt tot een lagere risicopremie in de rente. Voorspelbaarheid leidt in het algemeen tot doelmatigheid, maar er bestaat een afruil tussen voorspelbaarheid en flexibiliteit. Nederland kent een hoge mate van voorspelbaarheid en hierdoor een beperkte mate van flexibiliteit op de kapitaalmarkt. Dit creëert een bepaalde spanning als het gaat om de mogelijkheid te reageren op onverwachte omstandigheden op financiële markten of veranderingen in de begroting. De flexibiliteit op de geldmarkt vermindert deze spanning.

Het feit dat Nederland zo consistent heeft kunnen handelen, is deels te danken aan de eerder beschreven ontkoppeling van het financieringsbeleid en het renterisicobeleid. Immers, door alle uitgiftes via swaps terug te brengen naar 7 jaar, bestaat in beginsel veel keuzevrijheid voor de looptijd van leningen.

6.2 Transparantie

De internationale richtlijnen voor schulduitgifte stellen dat transparantie bijdraagt aan meer zekerheid bij investeerders en zo indirect bijdraagt aan kostenminimalisatie. Transparantie draagt bij aan de geloofwaardigheid en voorspelbaarheid van een schuldmanager wat op de lange termijn moet bijdragen aan een verhoogde mate van interesse door investeerders. Ook het Agentschap hanteert transparantie als uitgangspunt en dit wordt met name bewerkstelligd door adequate en tijdige communicatie naar tegenpartijen en investeerders. Er wordt veel gecommuniceerd met Primary Dealers (PD's)[33] en Single Market Specialists (SMS-en)[34] voor het plaatsen van leningen op de markt en het onderhouden van de markt voor staatsleningen. Jaarlijks verschijnt een publicatie in de vorm van de *Outlook* met daarin het financieringsplan voor het nieuwe jaar. Door periodieke publicaties worden investeerders geïnformeerd over de uitvoering van het financieringsplan en over

[33] Sinds 1999 maakt de Staat gebruik van een stelsel van Primary Dealers voor de distributie en promotie van Nederlandse staatsleningen. Het stelsel bestaat uit een groep banken. Bij het samenstellen van de groep Primary Dealers wordt veel aandacht besteed aan een goede balans tussen banken die zijn gericht op de lokale, de regionale, en de mondiale markten. Deze balans is gewenst met het oog op het bereiken van een brede spreiding aan eindbeleggers in Nederlandse staatsobligaties.

[34] Een aantal geselecteerde banken die naast de Primary Dealers deelnemen aan het DTC-marktstelsel, een in 2001 op initiatief van de Nederlandse Staat gestart marktstelsel. Onderdeel van het stelsel is de quotering van DTC's op MTS Netherlands. In het stelsel nemen zowel Primary Dealers als een aantal geselecteerde banken deel, die zich Single Market Specialists mogen noemen. Naast de verplichting tot het quoteren krijgen deze partijen exclusief toegang tot de elektronische veilingen van DTC's. Ook kunnen de partijen beroep doen op een repofaciliteit voor DTC's.

nieuwe ontwikkelingen. Via kwartaalberichten wordt gedurende het jaar verder ingezoomd op de uitgifteplanning voor het komende kwartaal. Met behulp van persberichten worden veilingen aangekondigd en resultaten bekend gemaakt.

Diverse marktpartijen geven aan dat zij de mate van transparantie waarderen en dat het een bepaalde mate van onderscheidend vermogen ten opzichte van andere landen met zich meebrengt. Er kan dus worden gesteld dat de invulling van het subdoel om transparant te zijn doeltreffend is ingevuld. Uit contacten met investeerders blijkt dat beleggers de werkwijzen van het Agentschap als transparant ervaren. Kenmerken zijn de uitgebreide informatie op de website, de diverse publicaties en de voorspelbaarheid van het beleid.

6.3 Robuuste secundaire markt

Een robuuste markt voor Nederlandse staatsobligaties wordt onder andere gecreëerd door goede verhandelbaarheid van schuldinstrumenten die een brede investeerderbasis kunnen bedienen. Verhandelbaarheid maakt dat een investeerder er van op aan kan dat schuldpapier aan- en verkocht kan worden zonder al te grote prijsschommelingen, waardoor deze eerder geneigd is om in dit instrument te investeren. Een hoge mate van verhandelbaarheid draagt dus indirect bij aan lagere financieringskosten[35]. Het is lastig te kwantificeren in hoeverre het Nederlandse financieringsbeleid via een verhoogde liquiditeit heeft bijgedragen aan lagere financieringskosten. Het is echter wel aannemelijk dat de bijdrage van het schuldbeleid op de verhandelbaarheid economisch significant is[36].

Een wijze om de liquiditeit in oude leningen te bevorderen is de zogenaamde off-the-run faciliteit die sinds 2009 operationeel is. Deze faciliteit biedt de mogelijkheid om leningen te heropenen die niet meer gelden als de benchmarklening voor die looptijd. Voor de selectie voor de te veilen lening in off-the-run-veling is liquiditeit een belangrijk criterium. Als een bepaalde lening wat lastiger verhandelbaar is in de markt, biedt de off-the-run-veiling de mogelijkheid om meer aanbod te creëren. Ten slotte dragen een repofaciliteit en de voor Primary Dealers geldende quoteerverplichtingen[37] voor staatsobligaties op de secundaire markt ook bij aan de verhandelbaarheid.

6.4 Diversificatie van de schuldportefeuille

De internationale richtlijn die voorschrijft om de schuldportefeuille zo veel als mogelijk te diversifiëren is tevens een belangrijk doel voor het Agentschap. Immers, een breed scala aan schuldinstrumenten biedt aan verschillende type investeerders de mogelijkheid om in Nederlands schuldpapier te investeren. Hiermee creëert een schuldmanager een brede investeerderbasis, wat de kosten kan verlagen en de risico's van afhankelijk van een enkele investeerdersgroep verlaagt. Echter, hoe meer verschillende schuldinstrumenten er worden uitgegeven, hoe kleiner het

[35] Deze aanname wordt ondersteund door een paper van Schwarz (2014) waarin wordt aangetoond dat liquiditeit heeft bijgedragen aan het uitlopen van diverse rentespreads gedurende en na de financiële crisis. Verder tonen Jankowitsch, Mosenbacher en Pichler (2003) aan dat in relatief kleine obligatiemarkten (waaronder de Nederlandse) grotere liquiditeit meer bijdraagt aan lagere renteverschillen dan in grote obligatiemarkten. Voor een ordergrootte van de liquiditeitspremie voor Nederlands staatsschuldpapier kan worden gekeken naar het verschil tussen de laatste twee 10-jaars benchmarkleningen van de Nederlandse staat en die van de Bank Nederlandse Gemeenten (vergelijkbare kredietwaardigheid). Het renteverschil tussen deze leningen is sinds de uitgifte van beide leningen gemiddeld 10 basispunten. Dit verschil is historisch gezien relatief klein.

[36] Hibbert en anderen (2009) hebben een 'Literature review of theoretical and empirical evidence' uitgevoerd over de 'Liquidity Premium'.

[37] Primary dealers worden verplicht om quoteringen op de secundaire markt af te geven. Op deze manier is er altijd 'een markt' voor Nederlandse staatsobligaties

uitstaande volume van de instrumenten worden. Immers, de financieringsbehoefte in een bepaald jaar begrenst de uitgiftemogelijkheden die er zijn. Zo bestaat er dus een afruil tussen portefeuillediversificatie en liquiditeit. Om toch op zoveel mogelijk looptijden op de rentecurve een verhandelbare lening te hebben uitstaan, geeft het Agentschap ieder jaar een nieuwe 10-jaars lening uit. Verder worden er, afhankelijk van de behoefte, 3-, 5-, 20- en 30-jaars leningen uitgegeven. Door ieder jaar standaardlooptijden te combineren met uitgiftes die eens per aantal jaar plaatsvinden, wordt er een rentecurve gecreëerd die beleggers voor veel verschillende looptijden een investeringsmogelijkheid biedt.

De focus op slechts een beperkt aantal schuldinstrumenten impliceert dat bepaalde type schuldinstrumenten niet standaard aan investeerders kunnen worden aangeboden. Een voorbeeld hiervan is de uitgifte leningen in Amerikaanse dollars. De huidige voorwaarden voor de uitgifte van een lening in Amerikaanse dollars is dat een kostenvoordeel behaald kan worden ten opzichte van een qua looptijd vergelijkbare uitgifte in euro's en dat er voldoende financieringsbehoefte is. Bij de opstelling van het financieringsplan voor een bepaald jaar kan niet met zekerheid worden gezegd of een dergelijk kostenvoordeel zich zal voordoen. Om deze reden heeft het Agentschap besloten om van te voren geen rekening te houden met een dergelijke uitgifte en gedurende het jaar te beslissen of uitgifte van een dollarlening opportuun is. Ook een zeer lange lening, bijvoorbeeld een 50-jaars lening, is tot op heden niet uitgegeven in verband met een te beperkte financieringsbehoefte. Een ander voorbeeld van een beperking in het aantal schuldinstrumenten is dat het Agentschap geen speciale producten uitgeeft zoals indexleningen[38]. Het valt buiten het bestek van deze evaluatie om alle mogelijke producten te evalueren.

6.5 Risicoreductie

Belangrijke risico's die rondom de Nederlandse schulduitgifte bestaan zijn herfinancieringrisico, liquiditeitsrisico, kredietrisico en valutarisico[39]. Deze risico's worden in onderstaande subparagrafen besproken.

Herfinancieringrisico

Risico's uit herfinanciering kunnen zich materialiseren als er in een bepaald jaar een relatief groot beroep moet worden gedaan op de bestaande financieringsinstrumenten. Het is daarom belangrijk om een aflossingsprofiel na te streven dat redelijk vlak is en - belangrijker nog - geen onfinancierbare pieken creëert. Het is echter lastig om te bepalen wat een te hoge piek zou zijn aangezien dit voor Nederland nooit is getoetst. Een maatstaf voor herfinancieringrisico is de herfinanciering (geldmarkt en kapitaalmarkt aflossingen) in een bepaald jaar te delen door het BBP. Voor de landen in de eurozone is deze in 2011 tot 2014 gemiddeld ongeveer 10% geweest[40]. Figuur 14 geeft aan dat deze ratio voor Nederland tussen 2012 en 2015 ook ongeveer 10% is geweest.

Figuur 14: Herfinancieringsrisico rond 10% BBP (2012-2015)

[38] In 2005 (kst. 30300-IXA nr. 7, 21 december 2005) en 2008 (kst. 31700-IXA, nr. 4, 2 oktober 2008) zijn analyses uitgevoerd naar de vraag of de Nederlandse staat er verstandig aan zou doen inflatiegeïndexeerde staatsleningen uit te geven. Op basis van deze analyses is besloten dat er geen 'business case' voor de staat is om tot uitgifte van dergelijke leningen over te gaan. Wel heeft de minister in reactie op een verzoek van de Eerste Kamer en na overleg met een aantal grote pensioenfondsen besloten dat zodra lange rentes genormaliseerd zijn, verkend zal worden of de uitgifte van een lange indexlening (met bijvoorbeeld een looptijd van 30 jaar) tot de mogelijkheden behoort; zie kst. 33000-Y, Brief van de minister van Financiën aan de Voorzitter van de Eerste Kamer, 28 juni 2012.

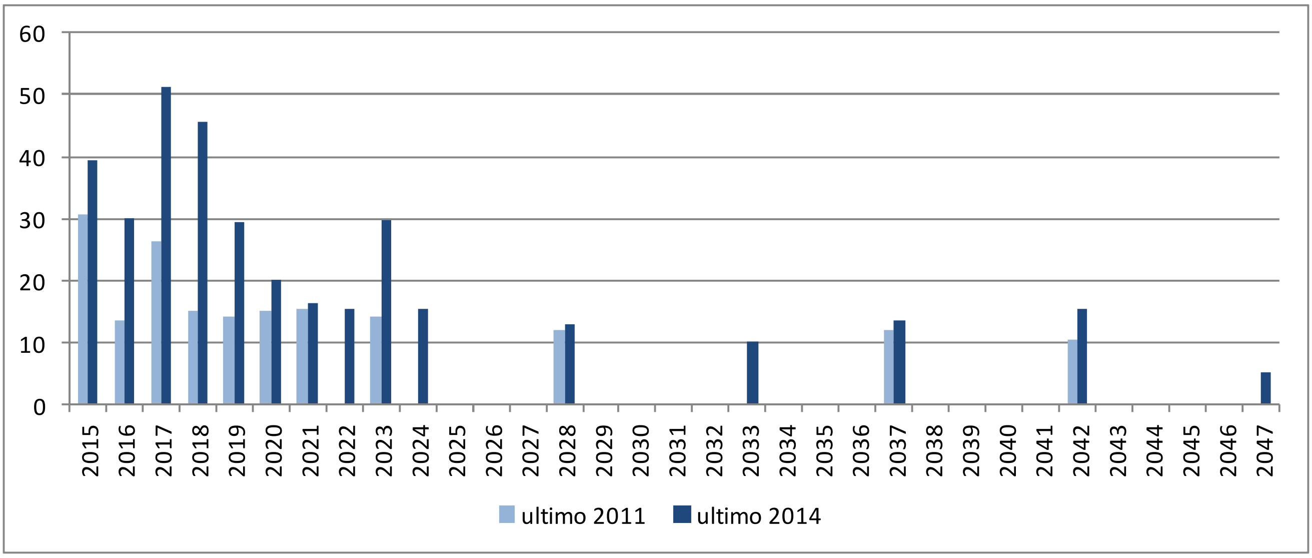
[39] Zoals eerder beschreven wordt het renterisico via de benchmark losgekoppeld van het uitgiftebeleid. Zodoende wordt het minimaliseren van dit doel dan ook niet in dit hoofdstuk geëvalueerd.

[40] S&P European Sovereign Issuance Survey, February 2014

Jaar	Herfinancieringsrisico
2012	10,0%
2013	7,8%
2014	9,0%
2015	9,6%

Figuur 15 laat het aflosprofiel zien voor de periode na 2015, op twee momenten uit het verleden, per begin 2011 en per begin 2014. Door het geregeld uitgeven van leningen met een relatief korte looptijd, namelijk 3 of 5 jaar, ontstaan pieken in de nabije toekomst. Als er verder in de toekomst wordt gekeken, valt op dat er ook in 2023 een nieuwe aflossingspiek is gecreëerd. De reden hiervoor is dat er in 2013 een 10-jaars lening is uitgegeven terwijl er in 2023 ook al twee oude (30-jaars) leningen aflopen ter waarde van ongeveer 14 miljard euro. In deze keuze stond consistentie dus voorop. Consistentie in het uitgiftebeleid leidt tot (beheersbare) aflossingspieken.

Figuur 15: Aflosprofiel schuldportefeuille per ultimo 2011 en 2014 (x € mld.)



Liquiditeitsrisico

Het effect van het liquiditeitsrisico voor de Nederlandse staat doet zich voor in een situatie waarin het op korte termijn lastig is om voldoende financiering tegen aantrekkelijke voorwaarden aan te trekken. De kans dat dit zich daadwerkelijk voordoet, is klein vanwege de hoge kredietstatus van Nederland. De kredietwaardigheid van Nederland valt buiten het bestek van deze beleidsevaluatie. De voornaamste manier waarop het Agentschap dit risico verder mitigeert is door het onderhouden van een liquide geldmarkt die te allen tijde toegang biedt tot korte financiering.

De geschiedenis laat zien hoe belangrijk aanwezigheid in de geldmarkt is. In 2008 verkeerden verschillende Nederlandse financiële instellingen in acute nood waardoor steun van de overheid nodig was. Om dit te kunnen financieren moest het Agentschap op zeer korte termijn tientallen miljarden euro's aantrekken. De geldmarkt biedt doorgaans meer flexibiliteit om zonder noemenswaardige negatieve prijseffecten schommelingen in de financieringsbehoefte op te vangen. Omdat de kredietwaardigheid van Nederland hoog was en omdat de markt voor Nederlands geldmarktpapier voldoende liquide was, en er ook in tijden van grote financiële stress in Nederlandse geldmarktinstrumenten gehandeld kon worden, was het mogelijk om de benodigde middelen snel en tegen acceptabele voorwaarden aan te trekken.

Het Agentschap heeft bepaald dat de wenselijke omvang van de uitstaande geldmarkt rond de € 30 miljard ligt, exclusief onderpand. Deze doelstelling is gebaseerd op een inschatting van variabiliteit van mee- en tegenvallers in het saldo, maar neemt niet de variabiliteit van de onderpandontvangsten uit hoofde van de swapportefeuille in ogenschouw. Zie ook hoofdstuk 5. Deze ontvangsten zijn echter in de laatste jaren flink toegenomen, waardoor de uitgifte van geldmarktpapier (en daarmee de liquiditeit van geldmarktpapier) in het gedrang is gekomen. Dit is ongewenst met het oog op het beheersen van het liquiditeitsrisico. Meer flexibiliteit in het uitgiftebeleid had in deze situatie mogelijk de liquiditeit van de geldmarktinstrumenten beter kunnen waarborgen. Echter, het benutten van deze flexibiliteit, bijvoorbeeld het tussentijds verminderen van het kapitaalmarktberoep, was ten koste gegaan van het consistent handelen op de kapitaalmarkt en was mogelijk ten koste gegaan van de liquiditeit in kapitaalmarktinstrumenten.

Een andere mogelijke vorm van het mitigeren van liquiditeitsrisico's ligt in het aanhouden van een zogenaamde liquiditeitsbuffer. Een dergelijke buffer kan worden aangesproken ten tijden van een onverwachte liquiditeitsbehoefte als er beperkte of geen toegang tot de financiële markt is, al dan niet als gevolg van bijvoorbeeld een technische verstoring. Daarnaast kan een liquiditeitsbuffer worden ingezet voor cash management doeleinden, om liquiditeitstekorten en -overschotten te managen. Tot op heden houdt Nederland geen liquiditeitsbuffer aan omdat het als zeer kredietwaardig land in de eurozone verwacht te allen tijde voldoende toegang te hebben tot de geld- en kapitaalmarkten wanneer in een onverwacht hogere financieringsbehoefte moet worden voorzien. Deze keuze is op zich valide, gegeven de zeer liquide markt voor Nederlands geldmarktpapier en het bewezen feit dat er ook in tijden van grote financiële stress altijd voldoende financiering tegen acceptabele voorwaarden beschikbaar is geweest. Echter, de onverminderde toegang tot de geldmarkt is wel een vereiste voor deze strategie.

Kredietrisico

Kredietrisico is het risico dat een tegenpartij niet aan de contractuele verplichtingen kan voldoen. Het Agentschap staat bloot aan kredietrisico wanneer het overtollige gelden tijdelijk uitzet bij marktpartijen[41]. Om dit risico te minimaliseren worden strenge eisen gesteld aan de kredietwaardigheid van deze partijen. Marktpartijen moeten voldoen aan minimale ratingeisen. Daarnaast wordt het kredietrisico beperkt door zo min mogelijk ongedekt en niet voor langere periodes uit te zetten. Dit betekent dat er bij voorkeur gebruik wordt gemaakt van gedekte deposito's (zogenaamde 'buy-sell-back'-transacties), waarbij onderpand in de vorm van staatsobligaties bij het Agentschap wordt gestort. Mocht de tegenpartij, om welke reden dan ook, niet aan zijn verplichtingen kunnen voldoen, dan kan het Agentschap dit onderpand te gelde maken. De kredietcrisis heeft geleid tot een verdere aanscherping van de regels. Zo mag bij de meeste tegenpartijen nog maar maximaal voor één dag ongedekt geld worden uitgezet. Daarnaast doet het Agentschap meer dan voorheen zaken met overheidsschuldbeheerders uit andere landen.

Valutarisico

Naast uitgiftes in euro geeft het Agentschap ook beperkt schuld uit in vreemde valuta's . Naast Commercial Paper uitgegeven in euro's, Amerikaanse dollars, Britse ponden, Noorse kronen en Zwitserse francs heeft het Agentschap sinds 2012 de mogelijkheid om obligaties uit te geven in Amerikaanse dollars. Alle uitgiftes in vreemde valuta worden geswapt naar euro, zodat het Agentschap gevrijwaard blijft van valutarisico en de financieringslasten in euro bij het aangaan van de transactie vastliggen[42]. Echter, door het hedgen van dit risico kan er evenmin worden geprofiteerd van gunstige wisselkoersontwikkelingen.

[41] Het Agentschap mag op dagbasis maximaal €200 miljoen op de rekening bij DNB aanhouden.
[42] Wel loopt Nederland een beperkt valutarisico over de overgenomen schuldtitels van de voormalige Nederlandse Antillen. Op 10 oktober 2010 zijn de nieuwe verhoudingen binnen het Koninkrijk der Nederlanden van kracht geworden. De schuldsanering door Nederland vormde een integraal onderdeel van de nieuwe staatkundige verhoudingen. In het kader van de afronding van de schuldsanering heeft de Staat der

6.6 Financieringsbeleid in andere landen

Zoals gezegd zijn voor Nederland consistentie, transparantie en verhandelbaarheid de belangrijkste uitgangspunten in het uitgiftebeleid. Uit de consultaties met andere landen blijkt dat andere landen niet per se dezelfde uitgangspunten hanteren of andere accenten leggen. Uiteindelijk worden wel dezelfde doelen nagestreefd: financiering van de staatsschuld tegen een zo laag mogelijke kosten onder een acceptabel risico.

Anders dan in Nederland wordt in een aantal landen het financieringsbeleid in sterkere mate gedreven door de vraag vanuit de markt en minder vanuit consistentie. Per veiling of per kwartaal worden bijvoorbeeld consultaties gehouden met Primary Dealers om te kijken welke leningen het beste kunnen worden geveild. Deze landen houden in hun uitgiftebeslissingen meer dan Nederland rekening met de vraag vanuit de markt, en lijken minder zwaar de nadruk te leggen op consistentie, transparantie en liquiditeit.

Ook blijkt dat Nederland relatief transparant is over het uitgiftebeleid. Nederland publiceert bijvoorbeeld per kwartaal op welke datum welke lening uitgegeven gaat worden en hoeveel er in uitgegeven gaat worden. Sommige andere landen kiezen ervoor om in het begin van het jaar bijvoorbeeld alleen aan te geven op welke data geveild wordt, hoeveel er dat jaar in totaal op de kapitaalmarkt geveild wordt en eventueel hoeveel in welk looptijdsegment. De precieze invulling wordt dan later gedaan; zo wordt in sommige landen een week van te voren gecommuniceerd welke leningen aangeboden worden of worden nieuwe leningen vandaag aangekondigd en al een of enkele dagen later geveild. Dit vloeit deels ook voort uit het feit dat het uitgiftebeleid in sommige landen meer vraaggedreven is. Een ander punt waardoor er verschillen in uitgiftestrategieën zijn is dat bepaalde landen enkel het uitgiftebeleid gebruiken om het renterisico te managen en andere landen, zoals Nederland, naast het uitgiftebeleid ook swaps gebruiken om het renterisico te managen.

6.7 Conclusie

Het Agentschap handelt in lijn met de internationaal geaccepteerde richtlijnen voor schuldfinanciering. Ook in de markt wordt het uitgiftebeleid gewaardeerd, met name vanwege de relatief hoge mate van consistentie en transparantie in combinatie met de sterke liquiditeit in Nederlands schuldpapier. Hoewel de invloed van het huidige beleid op de financieringskosten moeilijk meetbaar is, is het aannemelijk dat het financieringsbeleid en de invulling daarvan doeltreffend en doelmatig zijn geweest en hebben bijgedragen aan kosten- en risicominimalisatie. Het liquiditeitsrisico wordt goed gereguleerd via de geldmarkt. Het herfinancieringrisico is overzichtelijk en goed beheersbaar. Er zijn duidelijke richtlijnen voor kredietrisico.

Echter, de huidige invulling van de uitgangspunten die het Agentschap hanteert, beperkt de flexibiliteit in de uitgiftestrategie. Mocht de ontkoppeling tussen het renterisicobeleid en de uitgiftestrategie in de toekomst verder worden losgelaten, dan is de huidige flexibiliteit mogelijk niet toereikend. Dit betekent echter niet zozeer dat de uitgangspunten moeten worden losgelaten, maar een juiste balans moet worden gevonden met de behoefte aan flexibiliteit.

Nederlanden op 10 oktober 2010 alle bestaande geldleningen van het land Nederlandse Antillen en het eilandgebied Curaçao overgenomen. Deze leningen luiden in dollars.

Bijlage 1: Begrippenlijst

Commercial Paper (CP) - Schuldbewijzen met een korte looptijd die kunnen worden ingezet om tijdelijke kastekorten van het Rijk te financieren. CP is een geldmarktinstrument dat wordt uitgegeven en verhandeld op discontobasis. CP kent flexibele uitgiftemomenten en looptijden. Bovendien bestaat de mogelijkheid uit te geven in vreemde valuta. CP is een aanvulling op het DTC programma.

Comptabiliteitswet 2001 - In de Comptabiliteitswet 2001 is het beheer van de financiën van het Rijk vastgesteld. De diverse hoofdstukken in deze wet gaan in op onder andere de begroting, het begrotingsbeheer en de bedrijfsvoering van het Rijk, het toezicht van de ministers en de verantwoording van het Rijk.

Dutch State Loan (DSL) - Engelse benaming voor Nederlandse staatslening.

Dutch Treasury Certificate (DTC) - Engelse benaming voor Nederlands schatkistpapier. Schuldbewijzen met een korte looptijd uitgegeven door het Rijk om tijdelijke kastekorten van het Rijk te financieren. DTC's worden uitgegeven en verhandeld op discontobasis. DTC wordt uitgegeven in looptijden tot en met 12 maanden op vooraf vastgestelde data.

EMU-saldo - Het EMU-saldo heeft betrekking op het vorderingensaldo van de overheid op transactiebasis. Het vorderingensaldo geeft de mutatie in het saldo van de financiële activa en passiva van de collectieve sector weer. Omdat het EMU-saldo betrekking heeft op de totale collectieve sector is niet alleen het vorderingensaldo van het Rijk van belang, maar ook de vorderingensaldi van de sociale fondsen en de decentrale overheden. Weergave op transactiebasis wil zeggen dat de economische handeling die leidt tot de uitgave of ontvangst (transactie) zoveel mogelijk als meetmoment wordt genomen.

EMU-schuld - Het totaal van de uitstaande leningen ten laste van de gehele collectieve sector. Dit is de optelsom van de uitstaande leningen ten laste van het Rijk, de sociale fondsen en de decentrale overheden, minus de onderlinge schuldverhoudingen tussen deze drie subsectoren. De EMU-schuld is een brutoschuldbegrip.

Gecentreerde portefeuille - Een portefeuille die gekenmerkt wordt door een gelijkmatig aflosprofiel dat in stand gehouden kan worden door voortdurend in één en dezelfde looptijd leningen uit te geven.

Liquiditeit - In een markt met voldoende liquiditeit kunnen grote aan- en verkooporders verhandeld worden zonder dat dit een substantieel effect op de prijs (koers) heeft.

Renteswap - Een renteswap is een contract tussen twee partijen waarin wordt overeengekomen om gedurende de looptijd een vaste rente te ruilen tegen een variabele rente (meestal 6 of 3 maanden).

Repofaciliteit - Een instrument om de liquiditeit van staatsleningen en DTC's te garanderen. Onder bepaalde condities kunnen Primary Dealers (en in het geval van DTC's ook Single Market Specialists) in geval van schaarste staatsleningen of DTC's lenen van de Staat tegen een vergoeding.

Staatsschuld of Nationale Schuld- Het totaal van de uitstaande geldelijke leningen van de Staat (vaste en vlottende schuld) is de bruto staatsschuld. Leningen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan één jaar vormen de vaste (gevestigde) staatsschuld. Leningen met een oorspronkelijke looptijd van maximaal één jaar vormen de vlottende staatsschuld. Soms wordt een ruimere definitie gebruikt voor de vlottende staatsschuld, namelijk bestaande uit leningen met een oorspronkelijke looptijd van maximaal twee jaar. De staatsschuld is niet gelijk aan de EMU-schuld, die een breder begrip meet.

Vaste schuld - Leningen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan één jaar.

Vlottende schuld - Leningen met een oorspronkelijke looptijd van maximaal één jaar.

BIJLAGE 2: Oordeel externe deskundigen

Minister van Financiën
Ir. J.R.V.A. Dijsselbloem
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Datum: 27-5-2015

Betreft:

Extern oordeel beleidsdoorlichting risicomanagement Staatsschuld

In mei 2015 heeft de beleidsdoorlichting van het risicomanagement van de staatsschuld plaatsgevonden, betrekking hebbende op geheel Artikel 11 van de rijksbegroting dat gaat over de financiering van de staatsschuld. Ondergetekenden zijn gevraagd als extern deskundigen een oordeel te geven over de evaluatie en de hieruit voortvloeiende conclusies.

De beleidsdoorlichting heeft op gestructureerde wijze plaatsgevonden met betrokkenheid van vertegenwoordigers van de relevante onderdelen van het Ministerie van Financiën. Het proces liet voldoende ruimte voor het leveren van kritiek en de discussies waren inhoudelijk van een goed niveau, met actieve participatie van alle betrokkenen. De uitkomsten van deze discussies zijn vervolgens op correcte wijze verwerkt in het rapport.

De algemene doelstelling van Artikel 11 van de rijksbegroting luidt ‘Schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke rentekosten onder acceptabel risico voor de begroting’. De doelstelling van het risicomanagement-beleid is in het bestaande beleidskader geoperationaliseerd als een gecentreerde 7-jaars benchmark-portefeuille. Deze benchmark wordt bereikt door de uitgifte van schuldpapier onafhankelijk van de looptijd in beginsel om te vormen (middels het gebruik van renteswaps) naar een 7-jaars lening. Daarnaast zijn er binnen het bestaande beleidskader afwijkingen van deze benchmark mogelijk gemaakt waardoor het - onder voorwaarden - mogelijk is om uitgiften met langere looptijden niet terug te brengen naar deze benchmark. Dit is in de praktijk ook gebeurd.

De beleidsdoorlichting neemt als uitgangspunt het mandaat van de Agent zoals hierboven omschreven; conditioneel hierop zijn alle relevante dimensies van de uitvoering van het beleid in de evaluatie betrokken. Beleidsmatige afwegingen die buiten dit mandaat liggen (bijvoorbeeld ten aanzien van de uitgifte van schuldinstrumenten die vanuit een bredere, welvaartseconomische overweging gemotiveerd kunnen worden, bijvoorbeeld de uitgifte van indexleningen) zijn, gegeven de opdracht van de beleidsdoorlichting, logischerwijze niet in deze analyse betrokken, maar verdienen elders wel aandacht.

Wij onderschrijven de conclusies in het rapport, met inachtneming van onderstaande punten:

- Er is in de doorlichting veel aandacht voor de evaluatie van de invulling van het beleid ten opzichte van de 7-jaars benchmark; minder aandacht is geschonken aan de evaluatie van de 7-jaars benchmark zelf. Het ligt voor de hand om bij de voorbereiding van het beleidskader voor de komende periode de tijd te nemen om ook expliciet aandacht te besteden aan de consequenties van gewijzigde (markt)omstandigheden voor de 7-jaars benchmark zelf.
- De evaluatie van het beleid in de afgelopen jaren is bemoeilijkt doordat in het beleidskader afwijkingen van de benchmark onder voorwaarden zijn toegestaan. Hoewel is geconstateerd dat bij voorkomende gevallen de afwijkingen van de benchmark is voldaan aan deze voorwaarden, is er echter geen systematische richtlijn voor de mate waarin en de omstandigheden waaronder wordt afgeweken van de benchmark. Dit maakt een volwaardige evaluatie van bewust genomen afwijkingen onmogelijk, en vermindert daarmee de afrekenbaarheid van de uitvoering van het beleid. Dit dilemma tussen flexibiliteit en afrekenbaarheid zal ook in het nieuwe beleidskader expliciet geadresseerd moeten worden, en vraagt wellicht om een meer complexe en dynamische benchmark.
- In het rapport is een kosten/baten-analyse opgenomen ten aanzien van toegestane afwijkingen op het risicobeleid (zoals hierboven omschreven), waaruit geconcludeerd zou kunnen worden dat dit tot hoge extra (rente)kosten heeft geleid. Hierbij dient evenwel in aanmerking genomen te worden dat de volledige kosten/baten van deze afwijking pas zichtbaar zullen worden over een langere periode (>20 jaar): in een – niet ondenkbaar – scenario waarin de rente gaat oplopen over de komende jaren zal op enig moment het negatieve resultaat mogelijk omslaan in een positief resultaat
- Er is veel aandacht besteed aan het beleid de staatsschuld met behulp van renteswaps naar de 7-jaars benchmark te brengen. Hoewel dit in theorie een efficiënte wijze van beheersing van het rente-risico is, heeft dit in de praktische uitvoering tot een tweetal complicaties geleid:
    - Het huidige beleidskader voorziet niet in een systematische en expliciete afweging van andere risico's (naast rente-risico) die gepaard gaan met de uitvoering van het swap-beleid (bijvoorbeeld kredietrisico, concentratierisico, settlementrisico). Ook hier geldt dat het toevoegen van een expliciete afweging ten aanzien van dergelijke risico's de afrekenbaarheid (en complexiteit) van het beleidskader vergroot, maar de flexibiliteit van de uitvoering van het beleid beperkt.
    - Hoewel het swapbeleid in theorie tot doelstelling heeft om het risicobeleid los te koppelen van het financieringsbeleid (anders gezegd: het renterisicoprofiel onafhankelijk te maken van de uitgifte-strategie), blijkt dit in de praktijk niet (volledig) realiseerbaar. Door de sterk gedaalde rente in de afgelopen jaren, is de omvang van het cash-onderpand dat tegenpartijen in de afgesloten swaps hebben gestort dusdanig groot geworden dat de geldmarktruimte (fors) is ingekrompen, en er dus wel degelijk sprake is van enige mate van doorkruising van het financieringsbeleid door het risicobeleid.

  Het verdient de aanbeveling om beide punten mee te nemen bij de bepaling van het toekomstig te voeren beleid ten aanzien van de swap-strategie.

Hoogachtend,

Centraal Planbureau	De Nederlandsche Bank N.V.
Drs. J.F.P. Hers	Drs. J. Veerman CFA
Hoofd Sector Publieke Financiën	Senior Risk Manager